

Proposte per una riforma organica del TUF

Eliminazione del goldplating, valorizzazione dell'autonomia statutaria, allineamento alle best practice internazionali per rendere più attrattivo il nostro mercato di Borsa

INDICE

Introduzione	p. 4
i. Lo stato del mercato italiano nel quadro internazionale ed europeo	p. 7
ii. L'evoluzione della disciplina dei mercati e del contesto di riferimento	p. 8
1. SEMPLIFICAZIONE E RAZIONALIZZAZIONE DELLE REGOLE: CRITERI GENERALI	p.12
<i>1.1 Ambito di applicazione delle proposte</i>	p.12
<i>1.2 Gold plating normativo e regolamentare</i>	p.13
<i>1.3 Razionalizzazione delle regole applicabili alle società quotate sugli MTF</i>	p.14
2. INFORMAZIONE SOCIETARIA E ASSETTI PROPRIETARI	p.15
<i>2.1 Semplificazione di obblighi informativi</i>	p.15
<i>2.2 Identificazione azionisti</i>	p.21
<i>2.3 Disciplina dell'OPA</i>	p.22
3. SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO	p.27
<i>3.1 Assetto generale della governance societaria</i>	p.27
<i>3.2 Sistema monistico</i>	p.29
<i>3.3 Sistema dualistico</i>	p.32
<i>3.4 Sistema tradizionale</i>	p.35
<i>3.5 Amministratori indipendenti</i>	p.37
<i>3.6 Sistemi di nomina del CdA</i>	p.38
<i>3.7 Periodo di nomina degli amministratori</i>	p.41
<i>3.8 Segnalazioni di irregolarità all'autorità di vigilanza</i>	p.41
4. ASSEMBLEA	p.42
<i>4.1 informativa pre-assembleare, diritti dei soci e modalità di svolgimento</i>	p.42

4.2 <i>Recesso</i>	p.46
5. INFORMAZIONE FINANZIARIA	p.48
5.1 <i>Dirigente preposto e attestazioni interne su documenti contabili</i>	p.48
5.2 <i>Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive</i>	p.49
6. ALTRE SEMPLIFICAZIONI PER L'ACCESSO AL MERCATO	p.50
6.1 <i>Concorrenza tra mercati e mercati Growth</i>	p.50
6.2 <i>Altre proposte</i>	p.52
7. DISCIPLINA DEL BILANCIO	p.55
7.1 <i>Esonero dalla redazione del bilancio consolidato</i>	p.55
7.2 <i>La distribuzione della riserva da equity method</i>	p.57
7.3 <i>Bilancio in valuta funzionale</i>	p.59
8. ENFORCEMENT	p.61
8.1 <i>Fattispecie sanzionatorie e procedimento Consob</i>	p.61
8.2 <i>Arbitrato societario</i>	p.65
ALLEGATI:	
A. <i>TABELLA DI SINTESI DELLE PROPOSTE</i>	p.68
B. <i>GRAFICI</i>	p.87

Introduzione

Una regolamentazione dei mercati efficiente, che miri alla creazione di un ambiente favorevole alla quotazione e a sostenere l'attività d'impresa, senza pregiudicare le tutele degli investitori e dei mercati, costituisce un elemento propulsivo di crescita economica e funzionale allo sviluppo competitivo dell'ordinamento.

A circa 25 anni dall'adozione del Testo unico della Finanza (d'ora in poi TUF), la delega per la riforma organica delle disposizioni in materia dei mercati, contenuta nella Legge capitali, costituisce un'importante opportunità di modernizzazione del quadro delle regole che proietti il mercato italiano – affetto da croniche debolezze – in una dimensione internazionale, promuovendo soluzioni innovative e coerenti, sia con il processo di integrazione finanziaria europea, sia con le nuove sfide imposte dai cambiamenti dell'economia globale, dalla transizione ecologica e digitale.

Gli obiettivi della delega sono ambiziosi: sostenere la crescita del Paese; aumentare la competitività del mercato nazionale; favorire la diffusione degli investimenti privati; garantire un enforcement efficace. I criteri direttivi mirano a promuovere una riscrittura delle regole orientata a principi di razionalizzazione e semplificazione, proporzionalità e flessibilità del quadro normativo, anche attraverso il potenziamento dell'autonomia privata e la valorizzazione del ruolo dell'Autodisciplina.

La declinazione delle regole secondo questi principi e criteri direttivi non può prescindere da un'analisi dell'evoluzione degli istituti e da una valutazione di coerenza degli stessi con l'attuale contesto internazionale e con le esigenze di tutela dei nuovi interessi, verificando altresì quali presidi di tutela degli investitori non appaiano più giustificati e quali misure, invece, possano incentivare un'efficace allocazione degli investimenti.

La disciplina vigente, la cui impostazione di fondo è stata delineata dal TUF nel 1998, ha subito una stratificazione successiva di interventi, sia di origine nazionale (ad esempio, la Legge Risparmio del 2005 ma anche il Decreto Competitività del 2014 che ha introdotto il voto maggiorato e il voto plurimo) sia di origine europea (ad esempio, la Direttiva e il Regolamento Audit, la direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate, i Regolamento Prospetto e Mar, e da ultimo l'adozione del Listing Act), che ne hanno alterato la coerenza di fondo rendendo sempre più evidente l'esigenza di un intervento di razionalizzazione. Ne è derivata una crescente 'fuga' delle società italiane dai mercati regolamentati e l'acuirsi di fenomeni di 'listing/forum shopping', vale a dire la scelta di mercati di quotazione o di ordinamenti giuridici dove trasferire la sede che siano più flessibili e *business friendly*.

La Legge capitali è già intervenuta su alcuni fattori di debolezza del sistema, ma occorre una revisione organica della disciplina che renda coerenti gli interventi già attuati e le modifiche ancora necessarie per favorire la competitività del mercato, aumentando la propensione delle imprese italiane ad accedere al mercato dei capitali, arginando quei fenomeni di fuga e di *listing/forum shopping* che rischiano di impoverire ulteriormente il nostro sistema economico.

Muovendo da una sintetica ricognizione dello stato del mercato italiano e del quadro delle regole nel confronto internazionale ed europeo, Assonime formula alcune proposte su diverse aree tematiche che riteniamo rilevanti per un miglioramento della disciplina nell'ottica del perseguimento degli obiettivi indicati. Le proposte in particolare riguardano le seguenti aree: i) l'informazione societaria e gli assetti proprietari; ii) i sistemi di amministrazione e controllo; iii) l'assemblea; iv) l'accesso al mercato e i passaggi tra mercati; v) l'informazione finanziaria e il bilancio; vi) l'enforcement.

Pur intervenendo su ambiti diversi, tutte le proposte si ispirano a un disegno unitario che mira in primo luogo a semplificare e rendere efficienti per tutte le società – a prescindere dalle loro dimensioni – le regole per l'accesso e la permanenza sul mercato. In questa direzione si collocano le proposte che eliminano quelle forme di *gold plating* rispetto alle direttive europee che non appaiono giustificate da particolari esigenze di tutela degli investitori e del mercato e che costituiscono inutili sovrapposizioni. In secondo luogo, si propongono alcune misure di semplificazione *ad hoc* per le imprese di minori dimensioni (individuate in base al criterio di capitalizzazione previsto dal TUF e dal Codice di autodisciplina).

Per incidere sull'efficienza e la competitività del mercato le proposte definiscono una nuova disciplina dei modelli di amministrazione e controllo (monistico, dualistico e tradizionale), previsti dal codice civile, e dalle specifiche regole relative ad essi presenti nel TUF, volta a esaltarne i tratti differenziali, per consentire alle imprese di scegliere autonomamente il modello che più risponde alle proprie caratteristiche strutturali e organizzative (ad es. in base alla composizione dell'azionariato o all'esigenza di imprimere alla gestione un carattere più marcatamente manageriale), e/o agli obiettivi e interessi che intende soddisfare (ad es. gli interessi dei lavoratori attraverso forme di compartecipazione, ecc.).

Nella declinazione di nuove regole sui modelli di amministrazione e controllo vengono proposte modifiche innovative sul piano delle funzioni degli organi di controllo, dell'indipendenza degli amministratori e dei sistemi di nomina degli stessi, con lo scopo di avvicinare il sistema italiano a quello dei mercati più competitivi e di superare istituti non più coerenti con le esigenze di tutela dei soci (ad es. voto di lista e amministratori di minoranza).

Su questi aspetti, la semplificazione e il miglioramento dell'efficienza delle regole guardano alle previsioni del Codice di autodisciplina¹, cui la stessa legge delega attribuisce espressamente il ruolo di parametro di riferimento.

Le proposte sull'assemblea valorizzano le soluzioni sperimentate nel corso della pandemia e le innovazioni della Legge capitali in tema di rappresentante designato che, pur lasciando inalterato il ruolo dell'organo, incidono sui tempi, le modalità e i luoghi della formazione della volontà assembleare. Le soluzioni proposte che riguardano l'anticipazione dell'informativa in sede pre-assembleare, l'espressione anticipata del voto e il ricorso a modalità virtuali o ibride, sono volte a una modernizzazione delle regole che presidiano il procedimento assembleare, rendendolo più efficiente senza minare le tutele dei soci e ferma restando la possibilità statutaria di optare per soluzioni diverse, più aderenti alle esigenze dell'impresa.

La disciplina dei bilanci rappresenta un ulteriore ambito in cui intervenire per eliminare numerose ipotesi di *gold plating* e migliorare l'attrattività del nostro mercato per le imprese estere. Gli interventi di semplificazione e razionalizzazione del quadro regolatorio in questa materia riguardano: i) l'estensione delle ipotesi di esonero dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato, in linea con quanto già previsto in altre giurisdizioni europee; ii) l'ampliamento delle possibilità di utilizzo della riserva da *equity method*, al ricorrere di determinate condizioni; iii) l'introduzione della facoltà di redigere e presentare il bilancio in valuta funzionale, anziché in euro, alleggerendo gli obblighi a carico delle imprese che operano in valuta funzionale estera.

Da ultimo, per assicurare maggiore competitività al mercato, alla definizione di regole semplificate e coerenti con le esigenze di tutela, deve corrispondere un *enforcement* efficace che coniughi un sistema sanzionatorio, basato su fattispecie chiare, sanzioni proporzionate e tempi certi di definizione del procedimento, con l'agevole ricorso a meccanismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie. In questa direzione si collocano le proposte di modifica sostanziale e processuale della parte V del TUF (fattispecie e sanzioni, rilevanza della condotta, previsione di meccanismi deflattivi del contenzioso), nonché quelle volte a rendere applicabile l'arbitrato societario anche alle società quotate e a incentivarne l'utilizzo per tutte le società.

Seguendo il disegno unitario i paragrafi contenuti nel presente documento sintetizzano le ragioni delle modifiche e gli obiettivi che esse perseguono, delineando le relative proposte normative.

¹ Ogni riferimento al Codice di autodisciplina contenuto nelle proposte del presente documento si intende riferito al Codice di Corporate Governance approvato dal Comitato per Corporate Governance, in vigore da gennaio 2020.

i. Lo stato del mercato italiano nel quadro internazionale ed europeo

Tra la fine degli anni '90 e gli inizi del nuovo millennio il grande processo di privatizzazione e lo spirito modernizzatore del TUF del 1998 e della riforma del diritto societario del 2003, segnarono una parentesi positiva per la crescita del mercato che non fu, tuttavia, sufficiente a superare quelle debolezze strutturali del sistema e a favorire nel tempo la crescita delle imprese e l'impiego produttivo del risparmio.

Nel confronto internazionale ed europeo il mercato italiano si presenta oggi come un mercato piccolo, con poco flottante e bassa capitalizzazione (cfr. Allegato B).

Il rapporto capitalizzazione/PIL dell'Italia è pari a due terzi di quello tedesco e di quello spagnolo, a un terzo di quello di UK, a un quarto di Olanda e Francia. Il mercato italiano è fortemente sottodimensionato rispetto agli altri Paesi europei anche in termini di raccolta di capitali freschi. L'esistenza di un ambiente più favorevole alla quotazione e alla gestione dell'impresa che caratterizza le piazze finanziarie europee più dinamiche e i mercati a vocazione internazionale ha ulteriormente indebolito nell'ultimo decennio la crescita dimensionale del mercato italiano. Negli ultimi 10 anni il saldo tra entrate e uscite dal mercato regolamentato è stato fortemente negativo: circa 40 IPO contro più di 100 delisting. In termini di valore, il saldo IPO e delisting è stato negativo per circa 60 miliardi. Ammonta invece a circa 60 miliardi il valore delle società che hanno trasferito la sede all'estero. Oggi le società trasferite valgono circa 200 miliardi.

Il flottante medio delle società italiane è inferiore al 60%, tra i paesi europei solo le società portoghesi hanno un flottante più basso. La riluttanza delle imprese ad allargare la propria base azionaria si riflette negativamente anche sul peso che le società quotate italiane assumono negli indici azionari internazionali che guidano gli investimenti dei fondi passivi: l'Italia pesa per il 3% nel principale indice europeo (MSCI Europe), rispetto a un 12% della Germania e del 17% della Francia.

Qualche segnale incoraggiante sul piano dell'accesso ai mercati dei capitali proviene dallo sviluppo del mercato Euronext Growth Milan (ex AIM) per le piccole e medie imprese, che prevede un regime di listing semplificato e dove oggi sono quotate più di 200 società. Pur trattandosi di un fenomeno che ha un modesto peso sull'economia reale, dato il basso livello di capitalizzazione, presenta il pregio di essere la porta di accesso delle PMI al capitale di rischio e il trampolino per il successivo passaggio alla quotazione sul mercato principale.

Se la leva delle privatizzazioni presenta oggi poche potenzialità, l'unica strada per rivitalizzare il mercato dei capitali appare quella di un intervento normativo di riforma organica della disciplina che persegua l'obiettivo di rendere competitivo il sistema, allineando il quadro delle regole alle esperienze degli ordinamenti più avanzati, anche

nell'ottica di anticipare e influenzare il processo di compiuta realizzazione della Capital Markets Union.

ii. L'evoluzione della disciplina dei mercati e del contesto di riferimento

L'approvazione del TUF nel 1998 segnò un passaggio di profonda trasformazione dei mercati volto a garantire, almeno nelle intenzioni, un quadro di regole utile alla crescita, attraverso l'implementazione di modelli organizzativi più elastici ed evoluti, ispirati dagli ordinamenti più avanzati. Importanti furono le scelte a favore della contendibilità del controllo, della tutela degli investitori, dell'autodisciplina come strumento per coniugare in modo più efficace l'adattamento delle prassi alle rapide evoluzioni delle attività finanziarie, con la necessaria flessibilità applicativa delle regole.

Questa evoluzione del quadro normativo delle regole del mercato non poteva prescindere da un contestuale e coerente ammodernamento degli istituti del diritto societario. Con la riforma del 2003, sono stati notevolmente ampliati gli spazi rimessi all'autonomia statutaria, mentre il concetto di controllo evolveva sotto la spinta di tre grandi trasformazioni: i) una marcata articolazione dei ruoli nell'ambito del consiglio di amministrazione; ii) l'ingresso del controllo sull'adeguatezza dell'organizzazione, con l'affermazione del principio generale dell'adeguatezza degli assetti organizzativi come parametro di corretta gestione e responsabilità per l'attività d'impresa; iii) l'introduzione di modelli alternativi di amministrazione e controllo (monistico e dualistico). L'insieme di queste regole si iscriveva in una concezione più moderna del consiglio di amministrazione, condivisa a livello mondiale, che affianca ai compiti di gestione degli amministratori, compiti di monitoraggio sulla gestione.

Contestualmente il Codice di autodisciplina disegnava una distinzione di compiti e responsabilità all'interno del consiglio e anticipava – su ispirazione dei Codici anglosassoni – regole di funzionamento e composizione dell'organo amministrativo, distinguendo tra amministratori esecutivi, non esecutivi, indipendenti, e prevedendo la creazione di comitati specializzati, nell'ottica internazionale della valorizzazione della funzione di controllo all'interno dello stesso organo di gestione.

Successivamente, l'ondata di scandali finanziari dell'inizio millennio ha chiuso per il nostro Paese il tempo delle grandi riforme e aperto una stagione caratterizzata dall'introduzione di molte norme di emergenza, passando da una legislazione come quella del TUF del 1998 e la riforma del diritto societario del 2003, frutto di lavori preparatori e disegnata in modo organico e coerente, a una disciplina basata su obiettivi contingenti e slegati da un disegno ampio e sistematico. La legge sul risparmio del 2005 ha introdotto una serie di modifiche concentrate sulla composizione, funzionamento e sistema di nomina dell'organo amministrativo, sulla tutela delle

minoranze, sulla disciplina dei controlli societari con l'introduzione delle nuove figure degli amministratori di minoranza e del dirigente preposto, rendendo ulteriormente complesso il reticolo dei controlli e duplicando compiti e funzioni.

Da questo momento la disciplina nazionale ha viaggiato in parallelo, ma in modo scoordinato, rispetto alla legislazione europea (in particolare, si pensi alla disciplina sull'*audit committee* e alle norme sui diritti degli azionisti di società quotate, alla disciplina su *Market Abuse* e prospetto) e ai mercati finanziari più dinamici (in particolare, quello olandese), discostandosene con fenomeni di *gold plating* e soluzioni proprie che hanno condizionato ogni tentativo di adeguamento ai modelli stranieri più evoluti.

Nel contempo non sono state colte dalle società le opportunità che gli istituti più innovativi della riforma – come i sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico – avrebbero potuto portare sul piano dell'avvicinamento delle società quotate italiane alle esperienze estere, anche in ragione di scelte normative basate sulla tecnica del rinvio che hanno privilegiato l'omologazione degli organi di controllo in essi previsti al collegio sindacale del sistema tradizionale.

Il ruolo dell'autonomia privata e dell'autodisciplina, infine, è stato profondamente ridimensionato in favore di una sempre più ampia e discrezionale regolazione secondaria, guidata anch'essa da esigenze contingenti e dall'assenza di una visione organica. Ne è derivata una profonda instabilità e incertezza del quadro delle regole, che non incoraggia l'uso degli spazi di autonomia statutaria lasciati dall'ordinamento e mina la fiducia degli emittenti e degli investitori, anche in ragione di un quadro di *enforcement* inadeguato, sproporzionato ed eccessivamente sbilanciato sul lato pubblico, anziché su quello privato.

Rispetto al 1998 il numero di articoli del TUF che disciplinano gli emittenti è quasi raddoppiato e la dimensione complessiva delle regole (tra TUF e Regolamenti Consob) è quasi quintuplicata. Il peso degli oneri burocratici ed economici alla quotazione e al passaggio tra mercati è cresciuto sensibilmente (si pensi, in particolare ai costi e alla durata dei tempi di approvazione del prospetto, alla disciplina della relazione sulla remunerazione e degli obblighi di pubblicazione a mezzo stampa).

Questo quadro normativo e regolamentare oltre che disorganico e complesso, appare ormai obsoleto, alla luce dell'evoluzione degli assetti proprietari e dei mutamenti dell'economia globale, avvenuti sotto la spinta delle grandi crisi degli ultimi anni. Sul piano degli assetti proprietari, le società quotate sono sempre più caratterizzate dalla professionalizzazione dell'azionariato e dalla progressiva emarginazione degli azionisti retail in favore del risparmio gestito, con una condotta sempre più attiva degli investitori

istituzionali richiesta dalla normativa europea. Tali mutamenti possono giustificare alcuni ripensamenti del ruolo dell'assemblea e delle modalità di svolgimento delle stesse, anche alla luce delle esperienze segnate dalla emergenza pandemica che hanno accelerato con successo forme di partecipazione da remoto degli azionisti.

L'esigenza di favorire politiche di lungo termine e di sostenibilità ha, inoltre, valorizzato strutture azionarie a voto differenziato, la cui adozione è rimessa all'autonomia statutaria, rispetto all'impostazione tradizionale *one-share one-vote*. Questa nuova impostazione si accompagna alla crescente esigenza di sicurezza economica che caratterizza i più recenti interventi normativi nazionali, in tema di *golden power*, ed europei, in materia di controllo degli investimenti esteri. Ciò comporta la necessità di bilanciare l'esigenza di rendere più fluido il mercato del controllo con la tutela degli asset strategici. Questo nuovo scenario dovrebbe indurre a una rilettura della disciplina nazionale sulle OPA, basata su una direttiva europea del 2004, che già consentiva scelte statutarie sul livello di contendibilità della singola società.

Nelle società a proprietà diffusa, il cui numero è cresciuto sensibilmente negli ultimi anni, è venuta meno quella distinzione tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza, che giustificava la previsione del meccanismo del voto di lista per la nomina degli amministratori e un irrigidimento dell'autonomia statutaria circa le stesse modalità di nomina. Contestualmente, l'autodisciplina ha recepito le prassi delle esperienze estere che attribuiscono allo stesso consiglio di amministrazione il compito di effettuare una valutazione del proprio funzionamento e di prevedere piani di successione, prevedendo la possibilità, soprattutto per le società ad azionariato diffuso, in capo al consiglio uscente di presentare una lista di candidati nell'interesse di tutti gli azionisti della società. Altri istituti a tutela delle minoranze, come il recesso, rischiano, infine, nel mercato quotato attuale di dare luogo a usi distorti e a porre un freno all'adozione di decisioni e di operazioni a beneficio della società stessa.

Occorre, dunque, un radicale intervento sul TUF, inclusa la regolamentazione secondaria, e sul codice civile, che miri in particolare a: i) allineare il nostro ordinamento ai modelli europei più avanzati; ii) eliminare il *gold plating* normativo e quello regolamentare; iii) rafforzare gli spazi dell'autonomia statutaria che la riforma del diritto societario aveva privilegiato e il valore delle indicazioni del Codice di autodisciplina, in particolare in tema di composizione, funzionamento e nomina del consiglio di amministrazione; iv) favorire l'accesso al mercato dei capitali di rischio, anche agevolando il passaggio tra mercati; v) rendere più competitivi i sistemi alternativi di amministrazione e controllo rispetto al sistema tradizionale; vi) rendere più efficaci i meccanismi di *enforcement*, sia attraverso una razionalizzazione della disciplina in materia di sanzioni e procedimenti Consob, sia attraverso il rafforzamento

degli strumenti alternativi alla giustizia ordinaria per la gestione del contenzioso societario.

1. SEMPLIFICAZIONE E RAZIONALIZZAZIONE DELLE REGOLE: CRITERI GENERALI

1.1 Ambito di applicazione delle proposte

La legge delega offre un'importante opportunità di riscrittura delle regole del TUF e delle disposizioni del Codice civile applicabili alle società quotate, al fine di favorire una maggiore competitività del nostro ordinamento.

In questa direzione nel presente documento si propongono una serie di modifiche legate da un disegno unitario di semplificazione e razionalizzazione che persegue la finalità di facilitare l'accesso al mercato dei capitali per tutte le imprese, a prescindere dalle loro dimensioni.

Alcune specifiche semplificazioni – in particolare quelle relative all'informativa sulla remunerazione degli amministratori, alla scelta del dirigente preposto e all'attribuzione delle funzioni dell'*audit committee* nel sistema tradizionale – sono, invece, previste per le sole PMI, individuate in base al criterio della capitalizzazione di mercato previsto dal TUF² (capitalizzazione inferiore a 1 miliardo di euro) e dal Codice di autodisciplina.

Proposte

Alla luce di queste considerazioni si propongono:

- modifiche che riguardano tutte le società quotate in tema di: i) informazione societaria e assetti proprietari; ii) sistemi di amministrazione e controllo; iii) assemblea; iv) informazione finanziaria; v) *enforcement*;
- specifiche modifiche applicabili alle PMI quotate con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo, che riguardano: i) le informazioni sulla remunerazione degli amministratori; ii) la scelta del dirigente preposto; iii) l'attribuzione delle funzioni di *audit committee* nel sistema tradizionale.

Un percorso ideale di autentica riforma dovrebbe cercare di perseguire un obiettivo di semplificazione e allineamento del nostro ordinamento che sappia e possa essere ampio ovvero a vantaggio di tutte le società, sia già quotate che in procinto di quotarsi, di grande e di piccola o media dimensione senza alcuna particolare distinzione. Laddove il percorso di riforma non riuscisse a trovare il necessario consenso per una applicazione così estesa come qui auspicato, potrebbero essere immaginati ambiti di applicazione più angusti, ad esempio, per le società neo quotate e le PMI. L'ambizione riformatrice ne uscirebbe certamente frustrata ed indebolita ma non del tutto vinta.

² Art. 1, comma 1, lett. W-quater. 1, TUF.

1.2 *Gold plating* normativo e regolamentare

Il nostro ordinamento prevede, a livello di norma primaria, un divieto generale di *gold plating* e cioè, nella fase di recepimento delle direttive europee, il divieto di introdurre o mantenere livelli di regolazione superiore a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse³. Si tratta di un principio generale che dovrebbe impedire al legislatore nazionale di prevedere misure e oneri aggiuntivi non necessari per le imprese rispetto al livello di tutela minimo imposto dalla normativa europea, salvo il caso di criteri di recepimento speciali.

Gli interventi normativi degli ultimi anni hanno, tuttavia, spesso disatteso tale principio generale dando luogo a una disciplina meno competitiva nel confronto con gli altri ordinamenti, favorendo fenomeni di *listing/forum shopping* e rendendo meno attrattivi i nostri mercati.

Tale situazione è resa, inoltre, ancora più complessa per le società quotate da un ampio livello di regolazione secondaria che incide, non solo su profili meramente attuativi o di dettaglio, ma anche su aspetti sostanziali della disciplina. Rispetto alla fonte secondaria, peraltro, manca nel TUF un divieto espresso di *gold plating* che prevenga fenomeni di regolamentazione delle fattispecie più onerosa rispetto a quella prevista a livello europeo⁴. Questa lacuna comporta dei rischi molto significativi di *over-regulation*.

Proposte

Alla luce di tali considerazioni e in linea con i principi di delega che impongono una semplificazione e razionalizzazione della disciplina degli emittenti che sia in linea con gli standard internazionali, si propone di:

- introdurre un principio generale volto a precisare che sia la regolazione primaria, sia quella secondaria debbano essere coerenti con i migliori standard europei nelle analoghe materie;
- inserire, tra gli obiettivi della Consob, quello di favorire l'accesso al mercato, in linea con gli obiettivi di altre Autorità europee;
- introdurre tra i principi generali di esercizio della regolamentazione secondaria relativa agli emittenti quotati, una regola secondo cui i regolamenti che

³ Art. 14, commi 24-bis e ss. l. 246/2005.

⁴ Il TUF prevede solo che, nell'esercizio dei poteri regolamentari, la Consob (e la Banca d'Italia) devono osservare una serie di principi tra cui: riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia posizione competitività industria italiana (art. 6, comma 1, lett. c).

costituiscono attuazione di direttive europee o di altri atti europei non possono introdurre livelli di regolazione superiore a quelli previsti da tali fonti.

1.3 Razionalizzazione delle regole applicabili alle società quotate sugli MTF

Nel ridisegnare la disciplina per le società quotate, sarebbe necessario ridefinire la nozione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” di cui all’art. 2325-bis c.c., da un lato, eliminando dalla definizione la categoria degli emittenti diffusi e, dall’altro, introducendo nella stessa nozione quella delle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione. Tale proposta mira a razionalizzare il quadro normativo applicabile alle società “aperte”, individuando nella quotazione, indipendentemente dalla sede di negoziazione, il fattore determinante per l’appartenenza a tale categoria.

Questa modifica consentirebbe, in particolare, di superare la disomogeneità di trattamento delle società quotate su un MTF: attualmente, infatti, queste società sono soggette alla disciplina di derivazione europea sugli MTF, ma anche alle disposizioni nazionali sugli emittenti diffusi – categoria sconosciuta negli altri ordinamenti – qualora si realizzino le condizioni previste in relazione al grado di diffusione delle proprie azioni.

Il disegno che si propone è coerente con il quadro delineato dall’Unione europea in tema di mercati finanziari (direttiva Mifid II) e, in parte, analogo all’esperienza francese, ove il legislatore ha ridotto lo scalino normativo tra le società quotate sui mercati regolamentati e sugli MTF applicando a queste ultime molte disposizioni del *Code de commerce* e del *Code monétaire e financier*⁵.

Seguendo questa prospettiva, le società quotate sugli MTF saranno stabilmente soggette al regime giuridico applicabile alle “società aperte”, connotato da regole ispirate alla maggiore trasparenza (si pensi, per esempio, alla trasparenza dei patti parasociali già prevista dalla Legge capitali) e alla maggior tutela degli azionisti di minoranza (si considerino, ad esempio, i quorum più ridotti per la convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci ex art. 2367 c.c., per l’impugnazione delle delibere ex art. 2377 c.c., per l’esercizio dell’azione di responsabilità ex art. 2393, comma 6, c. c., per la denuncia al collegio sindacale, ex art. 2408, comma 2 c.c., e per la denuncia al tribunale, ex art. 2409, comma 1 che potrebbero essere estesi alle società quotate su MTF⁶).

⁵ Sul punto si veda F. Annunziata, A. Lambiase, *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris, Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Egea, p. 28 e ss.

⁶ Sarebbero inoltre estese le seguenti disposizioni del codice civile: gli artt. 2357, 2357-ter e 2359-bis in materia di acquisto di azioni proprie, l’art. 2372, comma 5 in tema di numero di deleghe per la rappresentanza in assemblea, l’art. 2379-ter sui limiti all’impugnazione delle delibere di aumento o

L'applicazione del regime delle società aperte alle società quotate MTF non dovrebbe però essere integrale ma si dovrebbero escludere alcune specifiche previsioni in tema di maggioranze assembleari che possono scoraggiare l'intento di quotarsi per il timore della perdita del controllo da parte del socio fondatore.

Proposte

Allo scopo di allineare la disciplina domestica con quelle europea e rendere agevole l'applicazione delle regole per le società quotate sugli MTF, si potrebbe quindi:

- eliminare dalla nozione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” del Codice Civile gli emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante;
- includere nella definizione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” (c.d. “società aperte”) di cui all'articolo 2325-bis c.c. non solo – come è già previsto – le società con azioni quotate in mercati regolamentati, ma anche le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione;
- escludere per le società negoziate su MTF l'applicazione delle maggioranze assembleari rafforzate di cui agli artt. 2368, comma 2, secondo periodo e 2369, commi 3 e 7 c.c.

2. INFORMAZIONE SOCIETARIA E ASSETTI PROPRIETARI

2.1 Semplificazione di obblighi informativi

Le proposte di semplificazione di obblighi informativi riguardano diverse materie. Si tratta in particolare della disciplina sulla trasparenza degli assetti proprietari (partecipazioni rilevanti, partecipazioni reciproche e patti parasociali); della relazione sulla remunerazione; degli obblighi di pubblicazione a mezzo stampa.

Le proposte di semplificazione riguardano principalmente casi di *gold plating* su cui si ritiene necessario intervenire secondo le linee di indirizzo di cui al paragrafo nr. 1.2 con la finalità di allineare l'ordinamento alla disciplina più diffusa sui mercati europei e internazionali.

riduzione del capitale e delle emissioni di obbligazioni, l'art. 2409-octiesdecies sul numero minimo (pari a tre) dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione in caso di adozione del sistema monistico di amministrazione e controllo, l'art. 2440 sul termine per l'esecuzione dei conferimenti di beni in natura e di crediti, pari a 90 giorni (in luogo dei 60 giorni previsti per le società chiuse), l'art. 2449 sulla disciplina delle società con partecipazione dello Stato o di altri enti pubblici, l'art. 2504-bis sulla disciplina del contenuto del bilancio successivo alla fusione.

Con riguardo a tutte queste discipline il legislatore ha introdotto o mantenuto alcune disposizioni non previste dalla Direttiva *Transparency* e dalla SHRD II.

A) Assetti proprietari: partecipazioni rilevanti; partecipazioni reciproche; patti parasociali

Gli obblighi informativi sugli assetti proprietari sono finalizzati alla trasparenza delle reali situazioni di potere all'interno delle società quotate e realizzano una forma di tutela indiretta degli investitori, sotto il profilo della fiducia e del corretto funzionamento delle società quotate e dei mercati finanziari, con particolare riferimento al mercato del controllo societario.

L'impianto normativo vigente è il risultato dell'inserimento nel TUF di regole di derivazione europea, in particolare, della direttiva *Transparency* del 2004 e della sua revisione del 2010, ma anche di interventi successivi adottati a livello nazionale, da ultimo con il decreto-legge n. 23 del 2020 (cd. Decreto Liquidità) che, hanno introdotto obblighi informativi particolarmente stringenti.

Le proposte di semplificazione hanno la finalità di allineare la disciplina italiana a quella europea e devono essere lette anche alla luce dell'evoluzione complessiva del quadro di riferimento nel quale il livello di contendibilità del controllo delle società - di cui la disciplina sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti è uno dei cardini - può essere definito in modo più flessibile dall'autonomia statutaria, come consentito dalla disciplina in materia di voto maggiorato e di voto plurimo, ma anche dalle scelte statutarie in materia di OPA (con particolare riferimento alle regole di passività e di neutralizzazione).

Partecipazioni rilevanti (art. 120):

L'art. 120, comma 2, TUF individua le soglie di partecipazione rilevanti ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e prevede una soglia iniziale al 3%, ad eccezione delle PMI per le quali si prevede una soglia del 5%.

Si propone di innalzare la soglia iniziale al 5% per tutte le società.

Tale scelta è compatibile con la direttiva *Transparency*⁷, che fissa la soglia iniziale al 5%, ed estende a tutte le società quotate il regime di favore introdotto nel 2014⁸, per le

⁷ La direttiva *Transparency* prevede la soglia del 5% e questa è la scelta adottata nella maggior parte dei paesi europei, tra cui la Francia e la Svezia; una scelta più restrittiva, con soglia al 3%, è stata adottata in Germania, Olanda e Spagna (cfr. [ESMA Practical Guide, National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive, 15 dicembre 2022](#)).

⁸ La norma era stata introdotta dal decreto-legge n. 91 del 2014 insieme ad altre misure volte a incentivare l'accesso al mercato delle società italiane.

sole PMI, con la finalità di incentivarne l'accesso al mercato. Tale finalità riguarda in realtà tutte le società a prescindere dalla loro dimensione.

Altre aree di intervento in tema di partecipazioni rilevanti riguardano il potere della Consob di prevedere soglie inferiori per un periodo di tempo limitato (art. 120, comma 2-*bis*, TUF) e la disciplina speciale prevista per le acquisizioni superiori alle soglie del 10, 20 e 25% (art. 120, comma 4-*bis*, TUF).

In particolare, la prima disposizione è stata introdotta dal decreto-legge n. 5 del 2009 e rafforzata dal decreto-legge n. 23 del 2020 (cd. Decreto Liquidità), che ne ha esteso l'ambito di applicazione a tutte le società quotate ad azionariato particolarmente diffuso (e non più solo a quelle a elevato valore corrente di mercato). La disposizione è stata prevista in un'ottica difensiva in un momento particolare di crisi economica e di bassi corsi azionari, durante la pandemia, che esponevano le società italiane al rischio di acquisizioni ostili. La situazione di emergenza che giustificava tale previsione appare tuttavia superata.

Il comma 4-*bis*, introdotto dal decreto-legge n. 148 del 2017 e poi modificato dal decreto-legge n. 23 del 2020 prevede, invece, una disciplina speciale delle acquisizioni particolarmente rilevanti in termini di potenziale condizionamento della gestione dell'impresa. La previsione di obblighi di comunicazione da parte dell'acquirente delle intenzioni che intende perseguire nei sei mesi successivi all'acquisto mira a scoraggiare forme poco trasparenti di acquisto del controllo societario sotto la soglia dell'OPA obbligatoria (cd. norma anti-scorrerie).

Nessuna delle due disposizioni, inoltre, è prevista nella Direttiva *Transparency* e andrebbero entrambe eliminate. Tale proposta appare coerente con le finalità di semplificazione della normativa sopra indicate.

Inoltre, le esigenze di tutela sottese alle due norme possono essere raggiunte attraverso altri presidi previsti dall'ordinamento. In particolare, il rafforzamento della disciplina del *golden power*, che ha ampliato i poteri di intervento del Governo a tutela di imprese strategiche, garantisce ampiamente una tutela adeguata dell'interesse pubblico e di sicurezza nazionale che possono essere messi a rischio da acquisizioni ostili.

Proposte

Alla luce di tali considerazioni si propone di:

- innalzare la soglia iniziale degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al 5% per tutte le società (120, comma 2);

- eliminare il potere della Consob di prevedere, per un periodo di tempo limitato, soglie inferiori al 5% (120, comma 2-bis);
- eliminare l'obbligo di dichiarare gli obiettivi che si intendono perseguire nel corso dei sei mesi successivi, in occasione dell'acquisto di una partecipazione pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento (120, comma 4-bis).

Partecipazioni reciproche (art. 121)

L'art. 121 del TUF individua un limite di carattere quantitativo all'acquisto reciproco di azioni di società quotate, individuato con riferimento alle soglie di comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui all'art. 120, comma 2, vale a dire al 3% e al 5% per le PMI. La società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite.

La finalità della norma è quella di attenuare l'incidenza degli incroci azionari sull'esercizio reciproco del voto in assemblea e dunque sugli assetti di controllo degli emittenti e sul conseguente condizionamento reciproco dell'amministrazione.

Non è prevista analoga disposizione nella Direttiva *Transparency* né nella Direttiva 2017/1132 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario che disciplinano la sottoscrizione, acquisizione o detenzione di azioni da parte di una società in cui la società per azioni dispone della maggioranza dei voti o sulla quale può esercitare un'influenza dominante.

Se la finalità appare nelle sue linee generali condivisibile, la soglia individuata è troppo bassa e può risultare in un ingiustificato ostacolo a operazioni volte a formare alleanze strategiche tra imprese. Nella stessa prospettiva, oltre all'innalzamento della soglia, si propone anche di eliminare la rilevanza degli incroci indiretti.

Proposte

Alla luce di queste considerazioni si propone di:

- alzare in via generale al 5-10% il limite di carattere quantitativo all'acquisto reciproco di azioni di società quotate;
- eliminare la disciplina sulle partecipazioni reciproche indirette.

Patti parasociali (art. 123)

Il TUF prevede una disciplina speciale per le società quotate in materia di patti parasociali prevedendo obblighi di trasparenza (art. 122) e norme sulla durata e sul recesso dei contraenti (art. 123).

L'art. 123 prevede che: i) i patti, se a tempo determinato, hanno una durata massima di 3 anni (l'art. 2341-bis c.c. prevede 5 anni per le società non quotate); ii) nel caso di patti stipulati a tempo indeterminato, il contraente ha diritto di recedere con un preavviso di sei mesi (l'art. 2341-bis c.c. prevede un termine di preavviso di 180 giorni per le società non quotate); iii) la facoltà di recesso senza preavviso in caso di adesione a un'offerta pubblica d'acquisto.

Non esiste una disposizione corrispondente nella Direttiva *Transparency* o in altra norma di derivazione europea.

La finalità perseguita dall'art. 123 TUF appare quella di incidere sulla eccessiva stabilità dei patti parasociali nelle società quotate, che si porrebbe in contrasto con il principio della libera trasferibilità delle azioni, particolarmente sentito nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e con il generale favore per la contendibilità del controllo societario che ha ispirato le scelte del legislatore storico. Alla luce dell'evoluzione complessiva del quadro di riferimento nel quale il livello ideale di contendibilità del controllo delle società non è più necessariamente determinato *ex ante* per tutte le società quotate, ma può essere declinato in modo diverso in relazione alle scelte elaborate a livello di singola società, questa previsione non trova più giustificazione.

Proposte

Si propone di eliminare l'art. 123 in materia di durata dei patti parasociali e diritto di recesso.

B) Relazione sulla politica di remunerazione degli amministratori e compensi corrisposti (art. 123-ter):

Gli interventi proposti in tema di relazione sulla politica di remunerazione degli amministratori e compensi corrisposti sono volti a eliminare disposizioni che non sono previste dalla direttiva SHRD II (*gold plating*) e sono immaginati limitati, quanto all'ambito di applicazione soggettivo, alle sole PMI previste dal TUF, vale a dire quelle con capitalizzazione inferiore a un miliardo di euro. Si potrebbe tuttavia valutare l'opportunità di estendere la semplificazione anche a tutte le società quotate.

Oltre all'eliminazione delle disposizioni di *gold plating* e sempre nell'ottica di razionalizzazione e semplificazione della disciplina degli emittenti, si propone di

prevedere il voto consultivo sulla politica di remunerazione in luogo del voto vincolante attualmente previsto, come consentito dalla direttiva SHRD II che lascia l'opzione agli Stati membri. Tra gli Stati europei, la Germania ha adottato il voto consultivo; il voto consultivo è previsto anche negli Stati Uniti.

L'efficacia del voto vincolante sulla politica di remunerazione è infatti discussa in dottrina⁹ e non pare dimostrata dai fatti¹⁰; in ogni caso anche il voto consultivo potrebbe essere utilizzato, se del caso, come strumento di manifestazione del dissenso, rafforzando i poteri di *voice* degli azionisti.

Proposte

Nella prospettiva sopra delineata, si propone, per le PMI, di:

- eliminare l'applicazione della politica di remunerazione anche a organi di controllo e a dirigenti con responsabilità strategiche (comma 3, lett. a), poiché tale previsione si basa su un'interpretazione formalistica della nozione di amministratore contenuta nella Direttiva SHRD che non giustifica l'estensione di tale obbligo agli organi di controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche;
- eliminare l'illustrazione dei compensi corrisposti dalle società collegate (comma 4, lett. b) non prevista dalla definizione di Gruppo richiamata nella SHRD II, che non include le società collegate;
- prevedere il voto consultivo sulla politica di remunerazione.

C) Obblighi di pubblicazione a mezzo stampa (art. 113-ter, comma 3; art.125-bis, comma 1; art. 122, comma 1):

Il TUF prevede, in diverse disposizioni, la pubblicazione a mezzo stampa di informazioni da parte degli emittenti; poiché tali previsioni non sono in linea con la Direttiva *Transparency* e rappresentano un onere ingiustificato per le società, se ne propone l'eliminazione.

Tale abrogazione era già stata proposta dal MEF in occasione dell'attuazione della direttiva 2013/50/UE¹¹ proprio per eliminare i casi di *gold plating* e ridurre gli oneri economici a carico delle società. Il MEF osservava come siffatti obblighi non risultassero giustificati da esigenze di trasparenza societaria alla luce del fatto che le informazioni regolamentate sono diffuse tramite SDIR, stoccate presso il meccanismo

⁹ Cfr. M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre, *Say-on-pay in a context of concentrated ownership*, in Quaderni di finanza Consob, febbraio 2014.

¹⁰ Si veda, sul punto, l'esperienza in UK.

¹¹ Cfr. Documento di consultazione del 12 ottobre 2015.

di stoccaggio e di pronta reperibilità per i risparmiatori tramite il sito internet della società.

Inoltre, le informazioni da pubblicare (ai sensi della Direttiva *Transparency*, del Regolamento MAR, della Direttiva OPA, del Regolamento prospetto) saranno accessibili presso l'ESAP (*European Single Access Point*), come previsto dal Regolamento europeo 2023/2859.

Proposte

Nella prospettiva sopra delineata, si propone di eliminare il riferimento agli obblighi di pubblicazione a mezzo stampa previsto in varie disposizioni del Tuf (cfr. artt. 113-ter, comma 3, 125-bis, comma 1, 122, comma 1)¹².

2.2 Identificazione degli azionisti

La SHRD II prevede il diritto di identificazione degli azionisti rimettendo agli Stati membri la scelta se stabilire un'eventuale soglia che comunque non può eccedere lo 0,5%.

In sede di recepimento della direttiva, il legislatore ha introdotto una soglia per l'identificazione degli azionisti pari allo 0,5% del capitale con diritto di voto (art. 83-duodecies, comma 1, TUF).

Tale scelta oltre che anomala nel confronto europeo (prevista solo in Olanda, Austria, Slovenia e Slovacchia), dà luogo a una serie di criticità. Essa, infatti, in primo luogo, vanifica gli obiettivi di identificazione previsti dalla SHRD II, posto che nelle società ad elevata capitalizzazione si riesce a identificare un numero ristretto di azionisti a fronte di costi potenzialmente elevati (infatti, come risulta dalle interlocuzioni con emittenti, associazioni di emittenti e depositario centrale, la richiesta di identificazione è stata effettuata nei principali ordinamenti mentre in Italia, proprio a causa della soglia, le società domestiche non hanno effettuato richieste di identificazione).

In secondo luogo, la soglia determina l'impossibilità di identificazione quando gli azionisti sopra soglia suddividono la propria partecipazione su più conti presso diversi intermediari.

Inoltre, la soglia determina problemi di compatibilità con gli standard internazionali su *shareholder identification*, anche rilevati dalla Commissione europea e dai gruppi di lavoro europei per la redazione e il monitoraggio degli standard sulla *shareholder identification*.

¹² Si veda anche la delibera CONSOB n. 17002 del 17 agosto 2009.

L'art. 83-duodecies TUF prevede, infine, anche la richiesta di identificazione da parte delle minoranze qualificate, non prevista dalla SHRD II ed estranea alla maggior parte degli ordinamenti¹³.

Proposte

Al fine di allineare l'istituto dell'identificazione degli azionisti alle scelte seguite negli altri ordinamenti e di rendere lo stesso istituto efficacemente applicabile da parte delle società si propone di:

- rimuovere la soglia dello 0,5% dal comma 1 dell'art. 83-duodecies TUF;
- abrogare la richiesta di identificazione da parte delle minoranze, non prevista dalla SHRD II (cfr. art. 83-duodecies, comma 3, TUF).

2.3 Disciplina dell'OPA

La disciplina del TUF in materia di OPA è essenzialmente di matrice europea e riflette le scelte adottate con la direttiva 2004/25/CE in sede di armonizzazione.

L'obiettivo della direttiva era quello di favorire la contendibilità del controllo, in particolare prevedendo la regola di passività e di neutralizzazione, e i diritti delle minoranze, prevedendo l'OPA obbligatoria in caso di acquisto del controllo, senza però indicare una soglia, e disciplinandone anche il prezzo, con la prospettiva di distribuire il premio di controllo. La direttiva ha però lasciato aperte alcune opzioni importanti ai legislatori nazionali proprio sul tema della contendibilità, potendo gli Stati membri rendere facoltative tanto la regola di passività quanto quella di neutralizzazione e prevedendo una clausola, anch'essa facoltativa, di reciprocità.

La normativa italiana ha previsto istituti non disciplinati dalla direttiva europea (*gold plating*) e l'adozione di misure opzionali della direttiva o la scelta dell'opzione più rigida tra quelle offerte dalla direttiva (*opt-in*). Queste scelte rendono meno fluido il mercato del controllo proprietario, aumentando i costi delle operazioni di trasferimento del controllo e l'incertezza degli operatori.

In particolare, il legislatore italiano ha previsto l'obbligo di passività degli amministratori come regola di *default*, derogabile in tutto o in parte dagli statuti (art. 104) e ha disciplinato la regola di neutralizzazione con un meccanismo di *opt-in*, lasciando le società libere di prevedere la relativa clausola negli statuti (art. 104-*bis*). Ha infine disposto che entrambe le regole, se previste nello statuto, non si applicano se

¹³ Tale facoltà è presente solo in Spagna, Olanda e Slovacchia (cfr. ESMA, *Report on shareholder identification and communication systems*, 5 aprile 2017).

l'offerente non è soggetto a regole equivalenti (art. 104-ter). Quanto all'OPA obbligatoria, il TUF prevede che l'obbligo scatta quando l'offerente acquista una partecipazione superiore al 30% oppure del 25% nel caso di società diverse dalle PMI e in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata; gli statuti delle PMI possono invece prevedere una soglia diversa, comunque non inferiore al 25% né superiore al 40% (art. 106).

La riforma del TUF è l'occasione per riflettere sul ruolo e la funzione dell'istituto alla luce dell'esperienza applicativa e dell'evoluzione del contesto economico di riferimento, per proporre interventi di modifica nei limiti consentiti dal diritto europeo.

Sul piano applicativo, da uno studio¹⁴ pubblicato dalla Consob nel 2021, che analizza le OPA effettuate in Italia dal 2007 al 2019, emerge, da un lato, che la stragrande maggioranza delle offerte obbligatorie ha trovato il suo presupposto in un acquisto amichevole e diretto di una partecipazione di controllo nella società *target* e, dall'altro, che, anche le offerte volontarie, quando inerenti al cambiamento del controllo, non hanno avuto natura ostile. Nel complesso, solo 10 offerte su un totale di 174 effettuate nel periodo analizzato sono state finalizzate ad acquisizioni non concordate. Questo dato viene in parte spiegato con la concentrazione degli assetti proprietari delle società italiane e in parte con le caratteristiche del quadro normativo vigente che disincentiva le offerte ostili (si pensi, ad esempio, alle disposizioni in materia di prezzo dell'OPA obbligatoria, che rendono l'operazione particolarmente onerosa).

Altro dato significativo che emerge dallo studio è che la maggior parte delle offerte sono state finalizzate al *delisting* della società *target*.

Più in generale, occorre considerare che negli ultimi anni si è registrato un cambiamento di approccio rispetto al tema degli assetti proprietari e, dunque, della contendibilità delle società quotate.

Ne è un esempio la disciplina italiana sul voto maggiorato e sul voto plurimo, introdotta nel 2014 con il c.d. decreto competitività (d.l. 91/2014), che si colloca in un contesto di misure di semplificazione volte a favorire la quotazione delle imprese. Nella relazione al decreto-legge si afferma che "il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane". Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio "*one share-one vote*" può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una

¹⁴ F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo (con introduzione a cura di R. Lener), [Le opa in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione](#), Consob (Discussion Papers), gennaio 2021.

diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento. La Legge capitali è intervenuta sulla materia per rafforzare il potenziamento del diritto di voto fino a un massimo di 10 voti per azione.

In realtà, la disciplina italiana riflette una tendenza più ampia a livello internazionale, testimoniata anche dalla proposta europea di direttiva sulle strutture azionarie a voto multiplo, appena adottata dal Parlamento europeo nell'ambito del pacchetto *Listing Act*, che è volta a facilitare l'adozione di tali strutture impedendo che siano di ostacolo alla quotazione delle società sugli MTF e i mercati di crescita per le PMI. Si tratta di un significativo cambiamento di orientamento di *policy* rispetto all'approccio *one-share one-vote*, che era alla base della filosofia della direttiva OPA del 2004.

Ancora, la crescita esponenziale di forme di controllo sugli investimenti esteri diretti, fenomeno che si registra sia a livello nazionale con la disciplina *golden power*, che a livello europeo con il Regolamento 452/2019 (attualmente in fase di revisione), ha un impatto diretto sul mercato del controllo societario. Lo *screening* sugli investimenti esteri - che è finalizzato alla tutela di interessi di natura pubblica (*lato sensu* di sicurezza nazionale o sicurezza economica europea) diversi da quelli tipicamente tutelati dal diritto societario e dal diritto dei mercati - può creare un disincentivo 'operativo' sia perché determina incertezze operative sull'effettivo ambito di applicazione con allungamenti dei termini per realizzare le operazioni sia perché può concludersi con un veto o con la prescrizione di condizioni sulle modalità di realizzazione dell'investimento stesso. Ci potrebbe anche essere il rischio di un uso distorto dello strumento del controllo degli investimenti esteri diretti, che potrebbe essere invocato come una *poison pill* di fatto contro un'offerta ritenuta ostile.

Alla luce di queste evoluzioni, le proposte di modifica perseguono due finalità principali:

- i) la semplificazione della disciplina, che si realizza attraverso l'eliminazione dei casi di *gold plating* e la razionalizzazione di quelle disposizioni, come ad esempio quelle sulle soglie per l'OPA obbligatoria o sulla definizione di azione di concerto, che possono generare maggiore incertezza sul piano applicativo; in questo senso si possono leggere anche le proposte sui termini dell'approvazione del documento di offerta e quelle sul prezzo dell'OPA obbligatoria;
- ii) il rafforzamento degli spazi lasciati all'autonomia statutaria nella definizione del livello di contendibilità del controllo, ad esempio intervenendo sulla regola di passività e, ancora, sulle soglie per l'OPA obbligatoria.

Seguendo questa impostazione si propone di intervenire nelle seguenti aree: i) obblighi degli offerenti e poteri interdittivi; ii) difese; iii) OPA obbligatoria e azione di concerto; iv) OPA preventiva parziale; v) obbligo di acquisto; vi) diritto di acquisto.

Proposte

Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi (art. 102):

In coerenza con gli obiettivi indicati, in tema di obblighi degli offerenti e poteri interdittivi si propone di:

- ridurre il termine di approvazione del documento di offerta, attualmente fissato in 15 giorni dal comma 4, a 10 giorni, al fine di rendere più spedito il processo;
- prevedere che, in caso di sospensione dei termini di approvazione del documento di offerta nel caso in cui la Consob richieda all'offerente informazioni supplementari, tale richiesta di informazioni sia resa pubblica;
- chiarire legislativamente, sulla falsariga di quanto avviene per i prospetti di offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita, che il documento di offerta possa essere redatto anche solo in inglese.

Difese (art. 104):

Attualmente, l'art. 104 del TUF prevede che la regola di passività si applica salva diversa disposizione statutaria (*opt-out*). La soluzione dell'*opt-in* è prevista in altri ordinamenti europei, come ad esempio in Olanda. Si propone, quindi di:

- prevedere che la regola di passività – che richiede l'autorizzazione dell'assemblea per il compimento di atti o operazioni che possono contrastare l'offerta – possa essere prevista nello statuto (*opt-in*) come già previsto dalla regola di neutralizzazione.

OPA obbligatoria e azione di concerto (art. 105 e 106; art. 101-bis):

Su tale aspetto si propone di razionalizzare il sistema delle soglie per identificare il controllo da cui scatta l'obbligo di offerta, in primo luogo lasciando agli statuti, per tutte le società, la facoltà di identificare la soglia nell'intervallo 25%-40% (attualmente tale facoltà è prevista solo per le PMI) e di eliminare il diritto di recesso (art. 106 commi 1, 1-bis e 1-ter).

Si ritiene, inoltre, necessario:

- eliminare l'obbligo di OPA in caso di superamento della soglia a seguito di maggiorazione del diritto di voto, qualora il soggetto che supera la soglia detenga già il controllo di fatto della società;
- eliminare l'inclusione degli strumenti derivati nella partecipazione rilevante ai fini del superamento della soglia (art.105 comma 3-*bis*);
- eliminare l'OPA da consolidamento (art.106 comma 3 lettera b).

Nella stessa prospettiva si propone di rivedere la definizione di persone che agiscono di concerto (art.101-bis), al fine di chiarire l'ambito di applicazione in un'ottica di certezza del diritto, secondo le seguenti indicazioni:

- eliminare il riferimento agli obiettivi di "mantenere o rafforzare il controllo" (art.101, comma 4);
- eliminare le presunzioni (assolute e relative) di acquisto di concerto.

Un'altra area di intervento riguarda, inoltre, le disposizioni sul prezzo dell'OPA obbligatoria per le quali – in un'ottica di semplificazione e di certezza – si propone di:

- eliminare la facoltà per la Consob di alzare o abbassare il prezzo dell'OPA (art.16, comma 3 lettere c) e d);
- ridurre il periodo di riferimento per individuare il prezzo più alto pagato da 12 a 6 mesi (art.106 comma 2).

Si propone, infine, di razionalizzare le disposizioni in materia di esenzioni dall'obbligo di OPA secondo le seguenti linee di indirizzo:

- prevedere una ipotesi di esenzione dell'obbligo se la partecipazione acquistata in presenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata;
- prevedere una esenzione da OPA obbligatoria per conferimenti in natura, quando esiste un'esigenza industriale e non vi siano elementi elusivi;
- prevedere un'esenzione generale nei casi in cui ci sia un'autorizzazione in tal senso da parte dell'assemblea ordinaria che vota con il meccanismo del *whitewash*;
- eliminare, nella previsione di non sussistenza dell'obbligo di offerta in caso di superamento della soglia a seguito di OPA totalitaria, la condizione che siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato o un corrispettivo in contanti (art. 106, ultima parte del comma 4).

OPA preventiva parziale (art. 107)

In tema di OPA preventiva parziale occorrerebbe:

- eliminare la condizione che l'offerta sia rivolta ad almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria, come previsto attualmente, al fine di rendere più utilizzabile l'istituto.

Obbligo di acquisto (art. 108):

Su tale aspetto si propone di:

- eliminare l'obbligo di acquisto per chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% non a seguito di un'OPA totalitaria (art. 108 comma 2);
- eliminare la facoltà di esigere il pagamento in contanti in caso di esercizio dell'obbligo di acquisto (Art. 108, ultima parte del comma 5).

Diritto di acquisto (art. 111):

In tema di diritto di acquisto si ritiene necessario:

- abbassare dal 95% al 90% la soglia per il diritto di acquisto (art. 111, comma 1);
- eliminare la limitazione del diritto di acquisto alla sola tipologia di titoli per la quale è stata superata la soglia (art. 111, secondo periodo del comma 1).

3. SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO

3.1 Assetto generale della governance societaria

La disciplina attuale prevede, anche per le società quotate, tre possibili modelli di governance: il sistema tradizionale, il sistema monistico e il sistema dualistico. Si tratta di modelli di governance tra loro equiparati nel senso che la società può scegliere indifferentemente tra questi. È previsto, tuttavia, un modello di *default* che è quello tradizionale, applicabile salvo diversa scelta statutaria.

Questa apertura, introdotta dalla riforma del 2003, ai modelli di amministrazione e controllo alternativi aveva lo scopo di favorire, soprattutto per le società quotate, una convergenza verso gli standard internazionali, ma finora ha avuto un utilizzo modesto da parte delle società.

La principale causa di questo scarso successo risiede nella perdurante primazia, sul piano normativo e culturale, del modello tradizionale. Tale modello, in particolare, affida al collegio sindacale un insieme di doveri e poteri molto più ampio rispetto a quanto

previsto per gli organi di controllo negli altri Paesi. Esso, inoltre, prevede una peculiare interazione di tale organo con l'Autorità di vigilanza, rispetto al quale si pone, da un lato, come una sorta di "braccio operativo", dall'altro, come principale destinatario di pressioni e sanzioni.

Queste peculiarità relative al collegio sindacale sono state di fatto estese agli organi di controllo del modello monistico e dualistico, con l'effetto di snaturare questi modelli rispetto al loro funzionamento in ambito internazionale. D'altra parte, lo stesso modello tradizionale ha visto una progressiva contaminazione da parte di prassi (come la costituzione dei comitati controlli e rischi all'interno del consiglio di amministrazione) e normative concepite in ambito internazionale (come le funzioni all'*audit committee* nella disciplina europea sulla revisione), rendendo di fatto l'articolazione delle funzioni di controllo delle società quotate italiane particolarmente complessa e onerosa, con sovrapposizioni, potenziali lacune e sicure inefficienze.

Per le società quotate, questa situazione presenta degli ulteriori punti critici. Il mercato dei capitali, infatti, vede ormai la rilevante partecipazione degli investitori esteri. Il modello tradizionale di governance (basato su cda e collegio sindacale) rappresenta un unicum a livello europeo e nordamericano con cui tali investitori non hanno alcuna familiarità. Questa peculiarità ha comportato anche la necessità di piegare le regole europee, che non conoscono la figura del collegio sindacale, in fase di implementazione nazionale (si pensi, ad esempio, al tema dell'individuazione nel nostro ordinamento del Comitato per il controllo interno e la revisione legale previsto dalla direttiva 2006/43 sulla revisione legale dei conti).

Tali considerazioni dovrebbero indurre ad intervenire sulle criticità che hanno impedito la diffusione dei modelli alternativi, cercando di caratterizzare la disciplina rispetto al modello tradizionale, avvicinando le regole di tali modelli alle migliori esperienze estere di riferimento, al fine di rendere più attrattivo il nostro sistema di diritto societario, anche per i profili di governance.

L'unico punto di attenzione a questo riguardo meritano le società quotate appartenenti a settori soggetti a vigilanza prudenziale con particolare riferimento al settore bancario. Il diritto della governance bancaria si caratterizza per una netta differenziazione rispetto al diritto comune delle imprese societarie in ragione dell'esigenza di guardare all'assetto di governo societario della banca come a uno degli strumenti per assicurare un'efficace e prudente gestione dell'ente. In questa logica, la disciplina speciale in ambito bancario, basata sulle funzioni e la corrispondente attribuzione di competenze, si muove in una prospettiva di omogeneizzazione dei modelli di amministrazione e controllo. Al fine di rispettare questa impostazione, le proposte relative alla governance

delle società dovrebbero ricomprendere anche le imprese bancarie, solo quando coerenti con le regole speciali del settore bancario.

Proposte

Al fine di realizzare questi obiettivi, appare opportuno:

- mantenere la scelta per le società di poter optare tra i diversi modelli, proponendo al contempo una serie di innovazioni normative che incidono sia sul Codice civile, con previsioni applicabili a tutte le società, sia sul TUF per le sole società quotate.

Per quanto riguarda la regolazione generale dei modelli, si dovrebbe:

- prevedere una disciplina autonoma ed esaustiva dei modelli alternativi, che ne esalti i tratti di tipicità, in coerenza con le migliori esperienze internazionali. La disciplina dei modelli alternativi dovrebbe riguardare le società bancarie solo quando siano coerenti con le regole speciali del settore bancario.

Per quanto riguarda le società quotate si propone, inoltre, di:

- intervenire su alcune aree comuni ai tre modelli, per razionalizzare e rendere coerente il quadro delle regole non solo con le migliori esperienze internazionali ma anche con una valorizzazione dell'autonomia privata e delle indicazioni del Codice di autodisciplina. Al riguardo si intende far riferimento, in particolare: i) all'indipendenza degli amministratori; ii) ai sistemi e al periodo di nomina; iii) alle segnalazioni all'autorità di vigilanza;
- intervenire anche in ordine all'assegnazione delle competenze previste dalla direttiva 2006/43 per il c.d. Comitato per il controllo interno e la revisione legale.

3.2 Sistema monistico

La scarsa diffusione del sistema monistico è imputabile a un sostanziale appiattimento di questo modello sul sistema tradizionale.

Al fine di ovviare a questi problemi, la questione fondamentale è portare a compimento la traiettoria di disciplina del modello, valorizzandone gli elementi di specificità rispetto agli altri sistemi di governance in piena coerenza con le migliori esperienze estere e senza mantenere un regime specifico italiano.

Proposte

È necessario definire una disciplina del sistema monistico che sia un corpus organico e autosufficiente di norme seguendo le linee di seguito indicate.

In quest'ottica si propone quindi di:

- riscrivere in modo autosufficiente e organico le disposizioni del Codice civile e del TUF che regolano il sistema monistico (artt. da 2409-*sexiesdecies* a 2409-*noviedecies* c.c. e 147-*ter*, comma 3, 147-*quater*, 148, commi 4, 4-*ter* e 4-*quater*, 149, comma 4-*ter*, 150, comma 5, 151-*ter*, 154 del TUF);
- abrogare artt. 1, commi 6-*ter* e 6-*quater*, del TUF.

Il tema centrale della disciplina del monistico riguarda i profili relativi al Comitato per il controllo sulla gestione, che dovrebbero essere ridefiniti secondo un paradigma che ne esalti le caratteristiche tipiche. Nel sistema monistico, il fine principale della funzione di controllo affidata al comitato è strumentale alla migliore gestione dell'impresa. Si tratta di una funzione di controllo volta a verificare in modo permanente l'efficienza della gestione a tutela di tutti gli interessi coinvolti. Sulla base di questo assunto si devono rivedere, in primo luogo, le competenze del Comitato secondo le seguenti linee:

- mantenere la previsione dell'art. 2409-*octiesdecies* c.c. secondo cui al Comitato per il controllo e la gestione spettano le competenze in tema di assetto organizzativo, amministrativo e contabile, nonché sul sistema di controllo interno. Si tratta di profili che sono cruciali nelle imprese di grande dimensione dove il controllo riguarda principalmente il momento organizzativo dell'attività d'impresa. Tali competenze dovrebbero essere assimilate alle funzioni del comitato controllo e rischi del Codice di autodisciplina e come tali, dunque, essere strumentali a supportare corrette valutazioni e decisioni del consiglio;
- mantenere l'indicazione dell'art. 19, comma 2, del d. lgs. n. 39/2010 secondo cui, nelle società quotate, il ruolo di Comitato per il controllo interno e la revisione contabile (*audit committee*), previsto dalla direttiva europea 2006/43/CE¹⁵, con le relative competenze spetta al Comitato per il controllo e la gestione. Le aree di competenza spettanti al predetto Comitato, nelle società quotate, dovrebbero pertanto riguardare: a) l'attività di revisione legale e di attestazione di conformità delle informazioni non finanziarie¹⁶; b) il processo di informativa

¹⁵ In materia di revisione legale dei conti annuali e consolidati.

¹⁶ Il Comitato: a) deve informare l'organo di amministrazione dell'esito della revisione legale dei conti e, se del caso, delle attività di attestazione della conformità della rendicontazione di sostenibilità e spiegare in che modo la revisione legale dei conti e le attività di attestazione della conformità della rendicontazione di

finanziaria e di rendicontazione di sostenibilità; c) i sistemi di controllo interno, di gestione del rischio dell'impresa, di informativa finanziaria e di rendicontazione di sostenibilità¹⁷;

- eliminare l'art. 149, comma 4-ter TUF che attribuisce al Comitato funzioni che attengono ad aree prossime alle funzioni di controllo del collegio sindacale (in particolare la vigilanza sulla concreta attuazione delle regole di governo societario promosse dai codici di autodisciplina così come sull'adeguatezza delle disposizioni impartite sulle controllate);
- integrare l'art. 2409-*octiesdecies*, comma 5, c.c. inserendo il divieto di attribuire al Comitato compiti generali di vigilanza sul rispetto della legge. Si dovrebbe mantenere la possibilità di introdurre statutariamente competenze sul rispetto della legge solo per quelle società appartenenti a settori speciali soggetti a vigilanza prudenziale.

Questa ridefinizione delle funzioni dovrebbe comportare anche il mutamento del nome del Comitato in Comitato per il controllo interno e la revisione.

Un secondo profilo di intervento riguarda i requisiti di indipendenza dei componenti del Comitato nelle società quotate. Il TUF applica ai componenti del Comitato i requisiti di ineleggibilità/decadenza dei sindaci¹⁸. I componenti del Comitato dovrebbero, tuttavia, essere considerati e regolati come componenti del consiglio di amministrazione, senza applicazione delle regole speciali sui sindaci. Si dovrebbero applicare, invece, le regole di composizione qualitativa previste dalla direttiva 2006/43 per il Comitato per il controllo interno e la revisione contabile.

sostenibilità hanno contribuito, rispettivamente, all'integrità dell'informativa finanziaria e della rendicontazione di sostenibilità e il ruolo del comitato per il controllo interno e la revisione contabile in tale processo; b) deve monitorare la revisione legale del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato e, se del caso, l'attestazione della conformità della rendicontazione annuale e consolidata di sostenibilità, in particolare la relativa esecuzione; c) deve verificare e monitorare l'indipendenza dei revisori legali; d) deve essere responsabile della procedura volta alla selezione dei revisori legali o delle imprese di revisione contabile e raccomandare i revisori legali o le imprese di revisione contabile da designare ai sensi dell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 537/2014 (art. 39 della direttiva 2006/43).

¹⁷ Il Comitato deve controllare l'efficacia dei sistemi di controllo interno della qualità e di gestione del rischio dell'impresa e, se del caso, della sua revisione interna riguardante l'informativa finanziaria e, ove opportuno, la rendicontazione di sostenibilità dell'impresa.

¹⁸ Secondo cui non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio: a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art. 282 c.c.; b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza (cfr. art. 148, 4-ter, TUF).

Per tali ragioni si propone di:

- modificare l'art. 148, comma 4-ter, TUF prevedendo che: i) il Comitato si compone di membri senza incarichi esecutivi; ii) almeno un membro è competente in materia di contabilità e revisione; iii) i membri nel loro complesso sono competenti nel settore in cui opera la società; iv) la maggioranza dei membri è indipendente (sulla nozione di indipendenza v. infra).

Un ultimo profilo, per rendere la figura del Comitato per il controllo interno coerente con la sua natura di organo interno ausiliario del consiglio, riguarda le modalità di elezione. Il codice civile prevede che la nomina spetti al consiglio di amministrazione, fatta salva una diversa previsione statutaria¹⁹. L'utilizzo di questa facoltà allontana però il Comitato dalla natura di organo ausiliario per avvicinarlo a quello di organo di controllo. Tale facoltà, quindi, se pure può trovare una sua ragione nelle società di diritto comune, non dovrebbe trovare spazio invece nelle società quotate. Di conseguenza si propone di:

- prevedere che, nelle società quotate, la nomina del Comitato spetta sempre al consiglio di amministrazione. Si dovrebbe mantenere la possibilità di introdurre statutariamente la nomina assembleare solo per quelle società appartenenti a settori speciali soggetti a vigilanza prudenziale.

3.3 Sistema dualistico

Analogamente al modello monistico, anche il modello di amministrazione e controllo dualistico ha avuto una scarsa diffusione nel nostro ordinamento, per ragioni in parte equivalenti. Le disposizioni del codice civile e del TUF dedicate a tale sistema di governance si caratterizzano, infatti, per l'utilizzo di numerosi rinvii al sistema tradizionale che generano una identità di compiti e funzioni tra consiglio di gestione e consiglio di amministrazione, da un lato, e tra consiglio di sorveglianza e collegio sindacale, dall'altro.

La scarsa tipizzazione normativa del modello, accompagnata da un'ampia autonomia statutaria, ha inoltre dato luogo nella prassi (sebbene relativa a un numero limitato di società) alla creazione di modelli dualistici ibridi che non permettono una chiara individuazione dei compiti e delle responsabilità degli organi, elemento centrale di una *governance* efficiente.

Il primo obiettivo dovrebbe essere quello di dare una disciplina esaustiva del modello individuandone normativamente gli elementi tipici. Se si guarda al modello tedesco,

¹⁹ Art. 2409-octiesdecies, comma 1, c.c.

che è l'archetipo di questa forma di *governance*, emergono due elementi principali che contraddistinguono e attribuiscono coerenza al sistema: i) una corretta individuazione e separazione del *Vorstand* – organo cui è affidata la gestione – dall'*Aufsichtsrat* – organo investito della funzione di supervisione strategica e di indirizzo; ii) la compartecipazione dei lavoratori.

Con riguardo alla ripartizione di compiti e funzioni tra gli organi in tale modello il *Vorstand* svolge la funzione esecutiva dell'impresa, con la conseguenza che i membri che lo compongono sono esclusivamente amministratori esecutivi e non è previsto un sistema di deleghe. L'*Aufsichtsrat* svolge, invece, una funzione di monitoraggio e di compartecipazione alla definizione delle operazioni strategiche e dei piani industriali e finanziari dell'impresa.

Proposte

Anche per il sistema dualistico è necessario definire le linee essenziali di un modello normativo autonomo rispetto al sistema tradizionale.

Si propone, dunque, di:

- riscrivere in modo autosufficiente e organico le disposizioni del Codice civile e del TUF che regolano il sistema dualistico (artt. da 2409-*novies* a 2409-*quaterdecies* c.c. e artt. 1, commi 6-*ter* e 6-*quater*, 147-*ter*, comma 4, 148, commi 4 e 4-*bis*, 149, comma 4-*bis*, 150, comma 5, 151-*bis*, 154 del TUF);
- abrogare l'art. 1, comma 6-*quater* del TUF.

Il cuore delle modifiche riguarda l'allocazione delle funzioni tra gli organi. In coerenza con i modelli esteri di riferimento (in particolare quello tedesco) al consiglio di gestione deve essere attribuita la funzione esecutiva, senza la possibilità di attribuire deleghe attualmente riconosciuta in forza del richiamo all'articolo 2381 c.c. Al consiglio di sorveglianza vanno attribuite per legge le competenze proprie del consiglio di amministrazione, inclusa quella relativa all'approvazione dei piani e delle operazioni strategiche (che costituisce oggi soltanto una facoltà rimessa all'autonomia statutaria). L'attribuzione per legge delle funzioni di "alta vigilanza" al consiglio di sorveglianza non deve, tuttavia, snaturare il principio dell'esclusività della gestione che rimane ferma in capo al consiglio di gestione. Contestualmente devono rimanere ferme quelle competenze che nel sistema tradizionale sono rimesse all'assemblea (approvazione del bilancio, nomina e revoca degli amministratori). In un modello così delineato si realizza una separazione dei soci dalla gestione esecutiva-operativa, e un riavvicinamento degli stessi – più di quanto avviene nel sistema tradizionale - altra faccia della gestione, quella ideativo-programmatoria e del *monitoring*. Questo diverso

assetto dei compiti e delle funzioni richiede, infine, un coordinamento sulle regole di indipendenza dei membri del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza, che non possono essere modellate su quelle previste per il collegio sindacale.

Alla luce di tali considerazioni si propone, dunque, di:

- attribuire al consiglio di sorveglianza il compito di: i) valutare il generale andamento della gestione sulla base delle informazioni fornite dal consiglio di gestione; ii) valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile; iii) autorizzare gli atti gestori che modificano sostanzialmente la situazione patrimoniale, finanziaria o reddituale della società o la sua esposizione a rischi; iv) approvare i piani. Chiarire contestualmente che la competenza sui piani e sulle operazioni strategiche, non può comportare un potere di iniziativa o modifica;
- prevedere l'obbligo di indicare nello statuto le materie e gli atti di gestione soggetti ad autorizzazione del consiglio di sorveglianza, al fine di evitare un'indebita ingerenza sulla gestione e di mantenere le funzioni del consiglio di sorveglianza in un'area di alta vigilanza;
- rivedere e disciplinare in modo autonomo i requisiti di indipendenza dei membri del consiglio di gestione e di quelli del consiglio di sorveglianza. In particolare, dovrebbe essere abbandonata l'impostazione attuale che, replicando le regole del sistema tradizionale, prevede l'indipendenza dei consiglieri di gestione dalla società gestita e dei consiglieri di sorveglianza dai soci. Se, infatti, il consiglio di gestione assolve unicamente alla funzione esecutiva è ragionevole ritenere che non vi debbano essere particolari requisiti di indipendenza fissati dalla legge. Con riguardo ai consiglieri di sorveglianza, il rapporto diretto con i soci è espressione di un vincolo fiduciario che si basa sui compiti di amministrazione/controllo attribuiti a tale organo. Prevedere requisiti di indipendenza dai soci equivarrebbe a snaturare il modello. Per tali consiglieri, invece, al fine di creare una dialettica nello svolgimento della funzione di controllo/gestione, si dovrebbe prevedere la presenza di un numero adeguato di consiglieri indipendenti, secondo le indicazioni del Codice di autodisciplina.

Il complesso di tali proposte non trova applicazione agli istituti bancari, in quanto non coerente con gli orientamenti dell'Autorità di vigilanza.

Al fine di connotare il modello dualistico in modo analogo ai modelli esteri, sarebbe infine opportuno inserire forme di partecipazione dei lavoratori a livello facoltativo. In questo senso, si dovrebbe:

- attribuire allo statuto la possibilità di prevedere la nomina nel consiglio di sorveglianza di uno o più rappresentanti dei lavoratori.

3.4 Sistema tradizionale

Per quanto riguarda il sistema tradizionale delle società quotate, premesso che si tratta di un modello che non trova corrispondenze nei sistemi esteri, i maggiori elementi di criticità riguardano le competenze e la presidenza del collegio sindacale.

Per le società quotate, la direttiva 2006/43 prevede che esse nomino un Comitato per il controllo interno e la revisione contabile al quale affidare una serie di compiti in tema di informativa finanziaria e non finanziaria, efficacia dei sistemi di controllo interno e revisione legale. Si tratta di un istituto ripreso dalla disciplina USA del *Sarbanes Oxley Act* che prevedeva la costituzione di un comitato all'interno del consiglio di amministrazione.

In sede di attuazione della direttiva, il legislatore nazionale ha affidato queste funzioni, nel sistema tradizionale, al collegio sindacale. Tale impostazione, non solo non è coerente con la soluzione adottata nei modelli internazionali ai quali ci si è ispirati, ma pone problemi di coordinamento anche con il Comitato controllo e rischi che il Codice di autodisciplina raccomanda alle società di istituire all'interno del consiglio di amministrazione proprio con il compito di supportare le valutazioni e le decisioni dell'organo di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e all'approvazione delle relazioni periodiche di carattere finanziario e non finanziario²⁰. Del resto, è anche da evidenziare come nella stessa logica della direttiva europea (secondo cui i membri del comitato controllo interno e revisione, nel loro complesso, devono essere competenti nel settore in cui opera l'impresa) i componenti del comitato appaiono più facilmente riconducibili agli amministratori.

Al fine di riportare coerenza ed efficacia nel sistema, il Comitato per il controllo interno e la revisione contabile, di cui alla direttiva 2006/43, dovrebbe essere identificato in un comitato interno al Consiglio di amministrazione. Solo per le società quotate PMI, si dovrebbe consentire che il ruolo di comitato per il controllo interno e la revisione sia esercitato dal consiglio di amministrazione nel suo plenum, utilizzando la semplificazione prevista dalla stessa direttiva²¹. Al fine di lasciare uno spazio di

²⁰ Codice di autodisciplina, versione gennaio 2020, art. 6.

²¹ Si pone il problema di quale nozione di Pmi utilizzare. Per l'art. 39, paragrafo 2, della direttiva 2006/43/CE, gli Stati membri possono decidere che, nel caso degli enti di interesse pubblico che soddisfano i criteri di PMI definiti all'articolo 2, paragrafo 1, lettere f) e t), della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, le funzioni assegnate al comitato per il controllo interno e la revisione contabile possano essere svolte dall'organo di amministrazione nel suo insieme. La nozione di PMI è quella della c.d. direttiva prospetti che comprende: a) le società che in base al loro più recente bilancio

autonomia alle società, si potrebbe comunque attribuire la facoltà di individuare tale figura nel collegio sindacale, con apposita previsione statutaria.

Il TUF prevede che il collegio sindacale delle società quotate sia eletto con un sistema di voto di lista con riserva di posti per la minoranza. Al contempo, si stabilisce che il presidente del collegio sindacale sia nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza²².

Se la riserva di posti per la minoranza nel collegio può avere una sua giustificazione, quale organo di controllo esterno al consiglio di amministrazione, maggiori difficoltà trova l'obbligo di attribuire la presidenza del collegio a un componente della minoranza.

Il presidente del collegio sindacale è infatti titolare di veri e propri poteri ordinatori dell'attività del collegio (quali i poteri di convocare l'organo, dirigerne le riunioni, redigere il verbale). Si tratta di poteri che mal si conciliano con figure – i sindaci di minoranza – cui spetta essenzialmente il compito di contribuire all'indipendenza di giudizio del collegio.

Proposte

Al fine di risolvere tali criticità si propone di:

- modificare l'art. 19, comma 2, del d. lgs. n. 39/2010, prevedendo che il comitato per il controllo interno e la revisione contabile si identifica, nel sistema tradizionale, con un comitato all'interno del consiglio di amministrazione. Nelle PMI, esso può identificarsi anche nel consiglio di amministrazione. Lo statuto può decidere di affidare il ruolo di comitato per il controllo interno e la revisione contabile al collegio sindacale;
- eliminare l'art. 148, comma 2-bis, TUF.

annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 di EUR e fatturato annuo netto non superiore a 50 000 000 di EUR; b) le società con ridotta capitalizzazione di mercato e cioè quelle quotate su un mercato regolamentato che abbiano avuto, nei tre anni civili precedenti, una capitalizzazione media di mercato inferiore a 200 000 000 EUR, calcolata sulla base delle quotazioni di chiusura anno. Questa direttiva è stata abrogata ed è confluita nel c. d. Regolamento prospetto. Si dovrebbe utilizzare la nozione di PMI con ridotta capitalizzazione che è diversa da quella contenuta nel nostro TUF.

²² Art. 148, comma 2-bis, TUF.

3.5 Amministratori indipendenti

Nelle esperienze estere tanto nordamericane quanto europee, un punto di riferimento determinante per disegnare un modello di governance efficiente ed equilibrato è costituito dall'amministratore indipendente.

Nel nostro ordinamento, la questione principale che si pone, in tutti e tre i modelli di amministrazione e controllo (seppur con le specificità proprie degli organi del sistema monistico e dualistico), riguarda i requisiti che il soggetto deve possedere per rientrare nella categoria degli indipendenti. Attualmente, per le società quotate, si sovrappone una duplice definizione di amministratore indipendente: quella contenuta nel TUF e quella del Codice di autodisciplina²³. Questa duplicazione di nozioni appare poco chiara agli investitori istituzionali, soprattutto esteri, che sono abituati a un'unica definizione, e fuorviante poiché determina la possibilità di non corrispondenza tra le due nozioni.

Tale situazione può essere superata ricorrendo a un'unica definizione di amministratore indipendente che valorizzi il ruolo del Codice di autodisciplina, in linea con il criterio di delega che attribuisce espressamente un ruolo centrale a tale fonte nella semplificazione delle regole di governance.

Una seconda questione riguarda il numero degli indipendenti che è un tema significativo per rendere effettivo il monitoraggio dell'attività di gestione e la salvaguardia dei vari interessi. La disciplina nazionale risulta variegata. Si è già affrontato nel paragrafo 3.3 il tema dell'indipendenza nel sistema dualistico. Per il monistico, si prevede, anche con riferimento alle società quotate, che almeno 1/3 dei componenti del consiglio risulti indipendente²⁴. Per il sistema tradizionale, il TUF stabilisce che deve essere indipendente almeno un amministratore o due se il consiglio si compone di più di 7 membri²⁵. Raccogliendo i suggerimenti del Codice di autodisciplina, al fine di rendere maggiormente efficiente l'attività di monitoraggio sulla gestione, sarebbe opportuno prevedere nel TUF un principio generale sulla presenza di un numero di amministratori indipendenti adeguato, secondo le indicazioni del codice di autodisciplina che graduano l'adeguatezza del numero in base alle dimensioni e agli assetti della società, tanto nel consiglio di amministrazione del sistema tradizionale quanto in quello monistico (analogo principio è espresso per il consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico).

²³ Art. 147-ter, comma 4, TUF.

²⁴ Art. 2409-septiesdecies, comma 2, c.c.

²⁵ Art. 147-ter, comma 4, TUF.

Un altro tema problematico riguarda gli effetti della perdita del requisito di indipendenza. Attualmente²⁶, la perdita del requisito comporta la decadenza dalla carica. Questo effetto appare particolarmente incisivo sull'operatività del consiglio. Potrebbe essere previsto che la decadenza della carica intervenga solo quando viene meno il numero minimo di indipendenti previsto dalla legge.

Proposta

Alla luce di tali considerazioni si propone di:

- modificare l'art. 147-ter, comma 4, e 148, commi 4-bis e 4-ter, TUF, unificando la nozione di amministratore indipendente con un richiamo alla nozione e ai criteri di valutazione del Codice di autodisciplina;
- modificare l'art. 147-ter, comma 4, TUF, prevedendo la presenza di un numero di amministratori indipendenti adeguato, secondo quanto previsto nel Codice di autodisciplina, nel consiglio di amministrazione del sistema monistico e tradizionale, e nel consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico;
- prevedere che la perdita del requisito di indipendenza comporti la decadenza dalla carica solo nel caso in cui venga meno il numero minimo di indipendenti previsto dalla legge.

3.6 Sistemi di nomina del consiglio di amministrazione

La disciplina italiana in tema di nomina del consiglio di amministrazione rappresenta un *unicum* a livello europeo. Essa prevede la contemporanea presenza di: i) un obbligo di votare su liste bloccate di candidati, con determinazione di una quota minima di possesso per presentare una lista; ii) una «riserva» di almeno un posto per la lista di minoranza; iii) una presenza obbligatoria di amministratori indipendenti; iv) una disciplina specifica, particolarmente dettagliata, per la lista del consiglio di amministrazione²⁷.

Nel confronto con le esperienze estere, inoltre, nessun ordinamento europeo prevede una disciplina completa per la nomina degli organi sociali delle società quotate, che è rimessa a eventuali norme generali previste per tutte le società, ma soprattutto all'autonomia statutaria e/o a codici di autodisciplina.

Il sistema del voto di lista con una riserva obbligatoria di posti in consiglio per la minoranza non solo non trova corrispondenza nelle esperienze estere, ma si fonda

²⁶ Art. 147-ter, comma 4, TUF.

²⁷ Artt. 147-ter e 147-ter.1, TUF. Sui profili interpretativi delle modifiche normative introdotte dalla legge 5 marzo 2024, n.21 si rinvia alla circolare Assonime n. 6/2024.

sull'assunto che alla lista di maggioranza corrisponda l'azionista di controllo e alla lista di minoranza gli investitori diffusi. Nella recente evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate, questa impostazione si è dimostrata fallace. Si pensi, a titolo d'esempio, nelle società a controllo debole, al rischio di inversione tra maggioranza-minoranza²⁸.

In una visione che sia coerente con le esperienze estere e che tenga conto dell'evoluzione degli assetti proprietari delle società quotate, un obbligo di riserva di posti in consiglio alla lista di minoranza non trova più un fondamento. Al fine di rendere effettivo il monitoraggio dell'attività di gestione e la salvaguardia dei vari interessi, gli ordinamenti esteri si sono orientati invece verso un rafforzamento della figura degli amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione, del sistema tradizionale e monistico, e nel consiglio di sorveglianza del sistema dualistico (come proposto nel paragrafo 3.3 del presente documento).

Alla luce di queste considerazioni, l'intervento di riforma dovrebbe tendere a valorizzare l'autonomia statutaria, trasformando la disciplina di dettaglio contenuta nel TUF, che è attualmente di natura imperativa, in una previsione di *default*, che si applica in assenza di una diversa previsione statutaria. L'unico punto della disciplina da eliminare rimane la riserva di componenti del consiglio di amministrazione a favore della lista di minoranza (previsione che dovrebbe rimanere solo in caso di presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione).

In un'ottica di *opt-out*, lo statuto può quindi definire un proprio sistema di nomina e criteri di composizione del consiglio sulla base di alcuni principi generali, quali l'esigenza di assicurare la rappresentatività della compagine azionaria, l'equilibrio di genere e un'adequata composizione del consiglio secondo quanto previsto dal Codice di autodisciplina.

Una seconda area di problemi riguarda la nuova disciplina sulla lista del consiglio di amministrazione²⁹. Premesso che non si intende qui affrontare e proporre una riconsiderazione generale del tema, non può però non evidenziarsi come, per le società a proprietà particolarmente diffusa, non solo l'applicazione della nuova disciplina potrebbe essere particolarmente onerosa, ma per queste società non si presenta un rischio di utilizzo in una logica autoreferenziale della lista del consiglio, rischio che ha motivato il recente intervento normativo in materia. Alla luce di queste considerazioni, si potrebbe prevedere che le società a proprietà particolarmente diffusa (da identificarsi convenzionalmente con quelle società con una quota di flottante

²⁸ Con liste corte a vocazione minoritaria, che ottengono la maggioranza dei voti e liste lunghe a vocazione maggioritaria, che eleggono la maggioranza degli amministratori pur arrivando seconde.

²⁹ Art. 147 ter. 1 TUF.

superiore all'80%), possono statutariamente decidere di non applicare le regole dettate dall'art. 147-ter.1 TUF.

Vi è inoltre da sottolineare come la Camera dei deputati, in sede di esame della Legge Capitali, ha approvato un ordine del giorno³⁰, in materia di disciplina del voto di lista del consiglio, con cui impegna il Governo a chiarire che la determinazione del numero di componenti di competenza delle minoranze debba essere lasciata all'autonomia statutaria. Se pure, quindi, quando il consiglio di amministrazione presenta una sua lista, vi è una riserva di posti per le liste di minoranza, la misura di questa rappresentanza deve essere attribuita a una previsione statutaria.

Proposte

Elezione e composizione del consiglio di amministrazione (art. 147-ter)

Al fine di rendere coerente l'attuale disciplina sull'elezione del consiglio di amministrazione con i principi di delega che invitano il legislatore a valorizzare le esperienze estere, l'autonomia statutaria e il ruolo dell'autodisciplina, si dovrebbe:

- mantenere l'attuale quadro regolatorio (contenuto nell'art. 147-ter TUF), quale regola di default, eliminando però l'obbligo di riserva di posti a favore della lista di minoranza;
- consentire allo statuto di prevedere una diversa disciplina (*opt-out*) sulle modalità di elezione e i criteri di composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto di alcuni principi generali, secondo quanto previsto dal codice di autodisciplina. In particolare, le regole statutarie dovrebbero garantire: i) la presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti; ii) l'equilibrio tra generi; iii) la professionalità complessiva del consiglio;
- mantenere le norme attuali sulla trasparenza delle candidature, sia con riferimento alle tempistiche di pubblicazione, sia sul possesso dei requisiti di indipendenza in capo ai candidati, e quelle sulla quota di genere;
- garantire una partecipazione consapevole dei soci, assicurando una presentazione anticipata delle candidature, mantenendo il termine di 25 giorni per il deposito della lista di candidati e quello dei 21 giorni per la loro pubblicazione (anticipata a 40 giorni nel caso di candidati presentati dal consiglio uscente) e aggiungendo l'obbligo di indicare l'eventuale possesso dei requisiti di indipendenza da parte dei candidati.

³⁰ Ordine del giorno Camera deputati presentato il 6 febbraio 2024.

Lista del consiglio di amministrazione (art. 147-ter.1)

Al fine, per un verso, di rendere possibile l'applicazione della disciplina sulla lista del consiglio alle società a capitale diffuso e, per altro verso, di ottemperare alle prescrizioni dell'ordine del giorno della Camera dei deputati si dovrebbe:

- consentire un *opt-out* statutario dall'obbligo di applicare l'art. 147-ter.1 per le società con una quota di flottante superiore all'80%;
- chiarire che spetta allo statuto determinare il numero di componenti del consiglio di spettanza delle minoranze.

3.7 Periodo di nomina degli amministratori

Nel nostro ordinamento, gli amministratori di società per azioni sono nominati per 3 anni e possono essere rinnovati. Questa impostazione determina delle rigidità e comprime un possibile spazio di autonomia statutaria. La disciplina sulla Società Europea stabilisce invece che gli amministratori sono designati per il periodo previsto dallo statuto che non può essere superiore a 6 anni³¹.

Proposta

Si propone di inserire nel TUF una nuova norma con cui prevedere che gli amministratori siano designati per il periodo previsto dallo statuto. Questo periodo non può essere superiore a 6 anni.

3.8 Segnalazioni di irregolarità all'autorità di vigilanza

L'art. 149 TUF prevede l'obbligo, per il collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo sulla gestione, di comunicare alla Consob le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza³².

Si tratta di un dovere di comunicazione alle autorità che non trova alcun riscontro nel panorama europeo e presenta una vasta area di incertezza interpretativa.

A tale proposito, merita di essere sottolineato come, nelle società quotate, vi sono già numerosi presidi normativi a tutela della correttezza della gestione e dell'ordinato funzionamento dell'organizzazione societaria, fondati sull'attivismo dei soci e sui poteri degli organi di governo e controllo. Si pensi, a titolo d'esempio, alla richiesta di convocazione dell'assemblea da parte dei soci, all'integrazione dell'ordine del giorno, alla denuncia al tribunale, al potere di revoca degli amministratori.

³¹ Art. 46 Reg. 2157/2001.

³² Art. 149, commi 3, 4-bis e 4-ter, TUF.

Alla luce di queste considerazioni si ritiene opportuno eliminare l'obbligo, per collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo sulla gestione, di comunicare alla Consob le irregolarità riscontrate.

Proposta

Si propone di abrogare l'art. 149, comma 3, TUF.

4. ASSEMBLEA

4.1 Informativa preassembleare, diritti dei soci, modalità di svolgimento

L'esperienza normativa e la prassi degli ultimi anni nello svolgimento delle assemblee riflettono un'evoluzione in atto da tempo nelle società quotate, caratterizzate dall'anticipazione della formazione della volontà dei soci a una fase preassembleare e dal conseguente svilimento del dibattito in assemblea. Anche la funzione informativa tradizionalmente riconosciuta all'assemblea appare ridimensionata, tenuto conto della naturale vocazione del sito internet dell'emittente a veicolare il flusso di informazioni tra società e soci.

Queste considerazioni inducono a una riflessione sistematica sul ruolo dell'assemblea delle società quotate – non sul piano delle sue competenze e del rapporto di poteri con l'organo amministrativo – ma su quello del significato della deliberazione assembleare, che è strumento procedimentale per superare posizioni contrapposte e dare valore organizzativo all'opinione espressa dalla maggioranza.

Sul piano della funzione, rimane il ruolo fondamentale dell'assemblea come strumento per orientare le scelte degli amministratori, segnalando quelle che sono le preferenze degli investitori. Sul piano formale, si possono però esplorare diverse modalità per consentire l'espressione di tale orientamento attraverso l'esercizio del diritto di voto – anche esclusivamente in via anticipata.

Il modello decisionale anticipato appena descritto appare del resto fisiologicamente legato ad alcuni fattori che caratterizzano gli assetti proprietari delle società quotate: ad esempio, la professionalizzazione dell'azionariato e la progressiva emarginazione degli azionisti *retail* in favore del risparmio gestito; la condotta più attiva degli investitori istituzionali richiesta dalla normativa di derivazione europea e lo sviluppo di canali di discussione extra assembleari attraverso la previsione di politiche di *engagement*.

Questo dato è stato parzialmente recepito dalle Legge Capitali che ha previsto la possibilità di prevedere lo svolgimento dell'assemblea attraverso il ricorso in via esclusiva al rappresentante designato (Art. 135-*undecies*.1, TUF) accompagnata

dall'anticipazione a una fase preassembleare dei diritti dei soci di porre domande e di presentare nuove proposte di delibera.

Le disposizioni sull'anticipazione dei termini per la presentazione delle proposte individuali di delibera o della risposta alle domande presentate prima dell'assemblea, così come la formulazione anticipata e conseguente conoscibilità di tutte le proposte di delibera sulle materie all'ordine del giorno, introdotte dalla Legge Capitali solo per il caso del rappresentante designato in via esclusiva, rappresentano una risposta ad esigenze che si pongono sempre nelle società quotate, qualunque sia la modalità di svolgimento dell'assemblea: sia nel caso si adotti il modello tradizionale attuale (che prevede la presenza dei soci e la facoltà di partecipazione e voto a distanza, se consentito dallo statuto) sia che si adottino modalità in cui è lo stesso voto ad essere espresso esclusivamente in anticipo.

La previsione di ulteriori modalità di svolgimento dell'assemblea, diverse dal modello tradizionale, parte dal presupposto che se è vero che il procedimento assembleare è scandito in fasi necessarie – convocazione, riunione, discussione, votazione, proclamazione e verbalizzazione – è anche vero che spetta al diritto positivo rendere o meno necessaria alcuna di queste fasi: l'importante, perché il procedimento possa dirsi collegiale, è che la risultante delle diverse fasi assolva alle funzioni – non solo partecipativa, ma anche informativa, ponderatoria e compositoria – tipiche della collegialità, indipendentemente da come queste funzioni sono assolte, che è questione relativa al diritto positivo, alle scelte statutarie e alla tecnologia di un dato momento storico. Da qui la possibilità di considerare l'adunanza assembleare anche come mero momento di 'certificazione' di un voto espresso in via anticipata.

Si propone dunque di intervenire di nuovo sul TUF per assicurare l'anticipazione di tutta l'informativa preassembleare e dei diritti dei soci in modo generalizzato, indipendentemente dalla modalità di svolgimento della riunione assembleare.

L'anticipazione di tutta l'informativa preassembleare e dei diritti dei soci permette di svolgere una riflessione più ampia sulle modalità di svolgimento dell'assemblea, che dovrebbero essere, quanto meno, 'liberalizzate' prevedendo anche la possibilità di svolgere assemblee in cui il voto viene esercitato in anticipo tramite voto elettronico oppure interamente virtuali. La previsione di diversi modelli di svolgimento dell'assemblea mira ad ampliare le opzioni a disposizione delle società e rappresenta un elemento di attrattività dell'ordinamento, nella misura in cui tali modelli non sono previsti, almeno con tale estensione, negli altri ordinamenti.

Un altro dato emerso dalla prassi degli ultimi anni è che, nonostante il fatto che la legislazione d'emergenza facilitasse anche le modalità di espressione del voto per

corrispondenza o in via elettronica così come quelle per la partecipazione con mezzi di telecomunicazione, le società non vi abbiano fatto ricorso privilegiando lo strumento del rappresentante designato in via esclusiva.

Lo scarso successo dei mezzi di telecomunicazione riflette in realtà lo scarso uso di tali strumenti da parte delle società quotate anche in tempi normali, circostanza che appare riconducibile alle incertezze normative in merito ai rischi e alle responsabilità conseguenti a malfunzionamenti dei mezzi tecnici che provochino irregolarità nel procedimento di identificazione e legittimazione dei partecipanti, oppure un difetto iniziale o un'interruzione del collegamento.

Appare dunque opportuno intervenire su questa materia e introdurre una più chiara definizione delle regole applicabili in caso di svolgimento delle riunioni degli organi sociali attraverso mezzi di comunicazione.

Alla luce di tali considerazioni si possono individuare diverse aree su cui intervenire, con le relative proposte in materia di: i) informativa preassembleare; ii) diritti dei soci; iii) svolgimento dell'assemblea ed esercizio del diritto di voto.

Proposte

Informativa preassembleare (125-bis e 125-ter):

- modificare l'art. 125-bis sull'avviso di convocazione per prevedere espressamente che l'ordine del giorno sia formulato in modo analitico per consentire agli azionisti di votare attraverso il conferimento di deleghe al rappresentante designato su ciascuna delle materie su cui è richiesta una decisione assembleare;
- modificare l'art. 125-ter sulle relazioni degli amministratori, per prevedere che nelle relazioni degli amministratori siano indicate, per quanto possibile, le proposte su ciascuno dei punti all'ordine del giorno anche nelle materie in cui, tipicamente, le proposte vengono presentate direttamente in assemblea; ciò sempre al fine di consentire la conoscibilità *ex ante* di tutte le proposte di delibera e consentire il voto per il tramite del rappresentante designato.

Diritti dei soci (126-bis e 127 ter):

In tema di diritti dei soci si ritiene necessario:

- modificare l'art. 126-bis per consentire al socio individuale di presentare proposte di delibera esclusivamente prima dell'assemblea, generalizzando la soluzione

oggi prevista dall'art. 135-*undecies*.1 solo nel caso di rappresentante designato in via esclusiva;

- modificare l'art. 127-*ter* per consentire la presentazione delle domande solo prima dell'assemblea, generalizzando la soluzione oggi prevista dall'art. 135-*undecies*.1 solo nel caso di rappresentante designato in via esclusiva; tale modifica non esclude la possibilità di una discussione in sede assembleare, nel caso di svolgimento dell'assemblea in presenza, discussione – tra soci e tra soci e amministratori - che verterà sulle proposte di delibera già presentate prima dell'assemblea e non modificabili; le modalità di svolgimento della discussione potranno essere definite nel regolamento di assemblea.

Svolgimento dell'assemblea ed esercizio del diritto di voto (2370 c.c.):

Sulle modalità di svolgimento dell'assemblea e sull'esercizio del diritto di voto si propone di:

- mantenere la possibilità di prevedere nello statuto (*opt-in*) il ricorso del rappresentante designato in via esclusiva, come attualmente previsto dall'art. 135-*undecies*.1³³;
- consentire di prevedere nello statuto (*opt-in*) l'espressione del voto anticipato per iscritto, in via elettronica o per corrispondenza, anche in via esclusiva, modificando l'art. 2370 c.c.;
- introdurre la facoltà - con meccanismo di *opt-in* - di tenere le assemblee dei soci e le riunioni degli altri organi sociali in modalità esclusivamente virtuale, consentendo la partecipazione in via esclusiva mediante mezzi di telecomunicazione, nel rispetto del principio di collegialità, buona fede e parità di trattamento (c.d. assemblea virtuale);
- disciplinare le conseguenze sul regime di validità della deliberazione assunta e il regime di responsabilità dell'organo amministrativo, in caso di irregolarità del procedimento di identificazione e legittimazione dei partecipanti e difetto iniziale o interruzione del collegamento in caso di partecipazione e voto con mezzi di telecomunicazione;
- mantenere in capo all'organo amministrativo il compito di individuare discrezionalmente gli strumenti organizzativi e i mezzi tecnici necessari alla

³³ Nel dibattito che ha accompagnato l'emanazione della cd. legge capitali si è anche ipotizzato un modello di default che preveda il rappresentante designato in via esclusiva, derogabile statutariamente.

tenuta dell'assemblea virtuale e all'espressione del voto, nel rispetto del principio di adeguatezza e proporzionalità.

4.2 Recesso

Con la riforma del 2003, l'istituto del recesso, prima confinato a ipotesi residuale, ha assunto un rilievo significativo per bilanciare lo spazio assunto dall'autonomia statutaria. L'ampliamento dei presupposti che legittimano il recesso ha posto il problema di evitare che l'istituto, da strumento posto a tutela dei soci di minoranza di fronte a scelte particolarmente lesive e cambiamenti sostanziali dell'assetto organizzativo della società, possa essere utilizzato per fini distorti ponendo un freno all'adozione di decisioni e di operazioni a beneficio della società.

Il problema è stato colto dalla giurisprudenza e dalla dottrina che, nel tempo, hanno provato a fornire interpretazioni volte a chiarire alcune ambiguità che caratterizzano la regolamentazione dell'istituto e a restringerne l'ambito di applicazione, attraverso una chiara delimitazione dei presupposti. Questa tendenza è ben rappresentata dal dibattito interpretativo in merito all'esatta perimetrazione della fattispecie descritta dall'art. 2437, lett. g), c.c. che attribuisce il diritto di recesso in presenza di *modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione* e che ha condotto la giurisprudenza di legittimità ad alcune posizioni sufficientemente chiare e univoche che meriterebbero di essere recepite a livello normativo.

Per le società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio, la riforma del 2003 ha, in parte, circoscritto i presupposti per l'esercizio del recesso, rispetto alla disciplina ordinaria, escludendo l'ammissibilità di ipotesi facoltative di recesso statutario e la possibilità di attivare il recesso in caso di inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento (art. 2497-*quater* c.c.). La *ratio* di tali esclusioni si ricollega, da un lato, alla maggiore facilità di liquidazione delle azioni tramite cessione sul mercato e, dall'altro lato, al maggior livello di protezione garantito ai soci di società quotate. Ciononostante, il tema della riduzione delle ipotesi di recesso si pone anche nei confronti delle società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio.

Da un punto di vista sistematico, le soluzioni avanzate dalla dottrina per la riforma dell'istituto del recesso convergono sulla necessità di circoscrivere le ipotesi di recesso attivabili nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e sul fatto che questo sia possibile/giustificato dall'esistenza di un mercato secondario di riferimento e dunque della possibilità per il socio di una pronta uscita dalla società attraverso la liquidazione delle azioni sul mercato.

In questo senso, potrebbe essere opportuno valutare l'eliminazione di alcune cause legali di recesso e/o il recepimento a livello normativo delle soluzioni interpretative emerse in giurisprudenza volte a restringerne l'ambito applicativo.

L'analisi della disciplina europea rileva come non sussistono obblighi di armonizzazione in materia di recesso, salvo per il caso di operazioni straordinarie transfrontaliere, mentre in altri ordinamenti europei ed extraeuropei le ipotesi in cui è attribuito al socio il diritto di *exit* sono limitate a specifici casi di modificazione sostanziale delle condizioni di rischio dell'investimento o delle caratteristiche principali della partecipazione³⁴.

Ciò detto, un primo intervento di razionalizzazione generale, che dovrebbe riguardare tutte le società, può consistere nell'assumere a livello normativo i principi dettati dalla giurisprudenza della Cassazione sul recesso per le modifiche dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione, secondo cui la locuzione "diritti di partecipazione" riguarda i soli diritti di partecipazione agli utili, e le modificazioni statutarie concernenti i diritti di voto non comprendono quelle che incidono sui *quorum* assembleari.

Un secondo intervento più radicale riguarda la riduzione del numero delle cause di recesso per le società quotate, alla luce delle modifiche apportate alla disciplina del TUF relativamente alle altre forme di tutela dei soci dissenzienti (ad es. modifiche ai *quorum* statutari) e alla disciplina in vigore negli ordinamenti degli altri Stati membri. Sotto tale profilo, si potrebbero escludere per le società quotate due cause di recesso attualmente previste dall'art. 2437 c.c. La prima è quella della modifica dell'oggetto sociale che consente un cambiamento significativo dell'attività. Questa causa comporta, infatti, un significativo ostacolo alla ridefinizione dell'operatività sociale in presenza di mutamenti o nuove prospettive di mercato. Una seconda causa è quella relativa alla modifica dello statuto sui diritti di voto o di partecipazione che, come abbiamo visto, è formula sfuggente i cui confini non sono agevolmente definibili.

Un secondo tema degno di attenzione riguarda le modalità di calcolo del prezzo di recesso, che, per le società quotate, si fonda sulla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di

³⁴ In Germania la legge sulle trasformazioni, c.d. *Umwandlungsgesetz* (UmwG), prevede in favore del socio opponente il diritto di recesso (c.d. *Austrittrecht*) nelle società di capitali solo in caso di fusione eterogenea, scissione eterogenea e trasformazione. In Francia, il diritto di recesso nelle società per azioni non è espressamente disciplinato, ma la possibilità di un'uscita degli azionisti può essere regolata da clausole statutarie e patti parasociali che prevedano l'obbligo di acquisto delle azioni del socio uscente in capo agli altri soci e non alla società: è dunque materia completamente rimessa all'autonomia contrattuale dei soci (Cfr. C. Vasta, *recesso da società per azioni e diritti sociali*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, n. 430, 2020, p. 23). In Olanda, l'unica ipotesi di recesso prevista inderogabilmente dalla legge riguarda le operazioni di fusione transfrontaliera.

convocazione dell'assemblea le cui determinazioni legittimano il recesso. Tale criterio rischia di non attribuire rilievo a valori che non vengono riflessi nei prezzi di mercato e considera un orizzonte temporale che può non risultare significativo, qualora si verificano eventi che possano determinare un distacco tra il valore delle azioni e l'effettivo valore della società. Si potrebbe prevedere un sistema più sofisticato che sia in grado di riflettere con maggior appropriatezza il valore effettivo della partecipazione attraverso l'utilizzo combinato del criterio del *fair value*, con la media dei prezzi di chiusura nei tre mesi antecedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea o del verificarsi del diverso atto o fatto che legittima il recesso.

Proposte

Alla luce delle criticità evidenziate, si propone di:

- riformulare l'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. prevedendo che il recesso riguardi le modifiche statutarie riguardanti i diritti di partecipazione agli utili e i diritti di voto diversi da quelli relativi ai quorum assembleari;
- stabilire che, per le società quotate, non valgono le cause di recesso relative alle modifiche dell'oggetto sociale e ai diritti di partecipazione e agli utili (di cui rispettivamente all'art. 2437, lett. a) e g), c.c.);
- prevedere che il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato sulla base l'utilizzo combinato del criterio del *fair value*, con la media dei prezzi di chiusura nei tre mesi antecedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea o del verificarsi del diverso atto o fatto che legittima il recesso.

5. INFORMAZIONE FINANZIARIA

5.1 Dirigente preposto e attestazioni interne sui documenti contabili

Nell'art. 154-*bis* TUF, si prevede la figura del c.d. dirigente preposto ai documenti contabili al quale si affidano due ordini di attestazione: quella relativa agli atti e alle comunicazioni diffusi al mercato di natura contabile (comma 2) e quella relativa al bilancio d'esercizio, consolidato e alla semestrale (comma 5). Questa seconda categoria di attestazioni è rilasciata congiuntamente dal dirigente preposto e dall'organo delegato del consiglio di amministrazione.

La fonte europea di riferimento è la c.d. Direttiva *Transparency* che impone un'attestazione da parte delle persone responsabili presso l'emittente relativa al bilancio d'esercizio, al bilancio consolidato e alla semestrale³⁵.

Il sistema nazionale dei doveri di attestazione interna sui documenti con dati contabili da produrre per il mercato appare quindi più ampio rispetto a quanto previsto a livello europeo e deriva da una stratificazione normativa che parte dalla c.d. Legge sul Risparmio, ispirata dalla disciplina statunitense del *Sarbanes Oxley Act*, con le integrazioni apportate dalla legge di attuazione della c.d. Direttiva *Transparency*.

Se l'esigenza di un presidio normativo, in un'ottica di rafforzamento del sistema dei controlli interni, è sicuramente da condividere, essa appare adeguatamente soddisfatta dalle regole europee. Vi è anche da sottolineare come l'attestazione del dirigente preposto relativa, non solo ai bilanci e alla semestrale, ma anche a tutti gli atti e comunicazioni diffusi al mercato relativi ad informazioni contabili comporta un onere del tutto improprio, considerato che ogni documento contenente un qualche dato contabile potrebbe rientrare in tale categoria, senza che ci sia un reale vantaggio per gli utilizzatori delle informazioni.

Sarebbe opportuno riportare l'area di documenti oggetto di attestazione interna a quelli previsti dalla direttiva europea e cioè al bilancio individuale, al consolidato e alla relazione semestrale.

Nelle PMI, inoltre, vi è un'articolazione organizzativa non sofisticata in cui il reale responsabile dei documenti contabili prodotti dall'emittente si identifica con l'amministratore delegato. Sarebbe quindi opportuno prevedere che, nelle PMI, l'attestazione sui bilanci e sulla semestrale sia di competenza dell'amministratore delegato.

Proposte

A tale fine si propone di:

- abrogare il comma 2 dell'art. 154-*bis* TUF;
- aggiungere al comma 5 dell'art. 154-*bis* TUF la previsione per cui nelle PMI l'attestazione spetta ai soli organi amministrativi delegati.

5.2 Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive

³⁵ Artt. 4 e 5, Direttiva 2004/109.

Il TUF attribuisce alla Consob il potere di imporre agli emittenti l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive rispetto a bilancio annuale e alla relazione semestrale³⁶.

L'attribuzione di questo potere alla Consob costituisce una forma di *gold plating* rispetto a quanto previsto dalla direttiva *Transparency* dove vige il principio secondo cui gli Stati membri non possono imporre la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche con una frequenza maggiore rispetto al bilancio annuale e alla semestrale, se non a particolari condizioni³⁷.

Proposte

Si propone di abrogare l'art. 154-ter, comma 5, TUF.

6. ALTRE SEMPLIFICAZIONI PER L'ACCESSO AL MERCATO

6.1 Concorrenza tra Mercati Regolamentati e Mercati Growth

Come ben evidenziato dall'OCSE nella *review* del 2020, il mercato italiano dei capitali è sottosviluppato. Negli ultimi anni si è assistito a un esiguo numero di quotazioni sul mercato principale a fronte di numerosi casi di *delisting*.

Sul fronte domestico le quotazioni negli ultimi anni in Italia hanno soprattutto riguardato il *Growth Market* (inteso qui come il mercato di crescita dove sono quotate le PMI) che rappresenta una delle poche aree di forza del sistema italiano, non solo per la sua crescita significativa, ma anche nell'ottica di «trampolino» per le società in esso quotate verso il mercato regolamentato. Negli ultimi anni si è assistito, infatti, ad un significativo passaggio di società da MTF (EGM) - contraddistinto da regole più semplificate - al Mercato Regolamentato (*Euronext Milan*)³⁸.

L'effetto del parziale successo del mercato *Growth* sulla propensione delle imprese italiane verso l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali è stato però modesto: da un lato, per i costi elevati per il trasferimento dal mercato *Growth* al mercato regolamentato, funzionale a consentire l'accesso a migliori condizioni di liquidità e di visibilità soprattutto nei confronti degli investitori internazionali³⁹; dall'altro,

³⁶ Art. 154-ter, comma 5, TUF.

³⁷ Art. 3, commi 1 e 1bis, direttiva *Transparency*.

³⁸ Negli ultimi 10 anni, quasi 200 società si sono quotate sull'EGM, che oggi ha una capitalizzazione di poco meno di 10 mld. I trasferimenti al mercato principale sono stati 26, per un valore di 9 mld. I trasferimenti hanno rappresentato oltre un terzo delle nuove ammissioni, il 25% in termini di valore. Il potenziale bacino per nuovi trasferimenti di società capitalizzate è consistente: 19 società quotate su EGM hanno una capitalizzazione superiore a 100 mln e valgono complessivamente circa 3 mld.

³⁹ In Svezia, dove gli oneri di trasferimento da mercato *growth* a mercato regolamentato è facilitato da procedure di approvazione del prospetto particolarmente veloci e poco onerose, il fenomeno è una fonte

per la presenza di vincoli normativi al trasferimento dal mercato regolamentato a mercato *Growth*, funzionale a consentire una riduzione degli oneri di *compliance* senza uscire completamente dal mercato⁴⁰.

Due fattori incidono sul fenomeno del trasferimento da GM a MR: le procedure e i costi dell'operazione di trasferimento (*one-off*); le differenze nella normativa applicabile ai due mercati (*on-going*).

Quanto al primo fattore, la pubblicazione del prospetto di ammissione a quotazione costituisce il principale onere delle operazioni di trasferimento, a causa dei costi legali legati alla produzione del prospetto⁴¹ e della durata e della scarsa prevedibilità della tempistica della procedura di approvazione⁴².

Quanto al secondo fattore, lo scalino normativo tra i due mercati è rilevante e comporta un aumento significativo degli oneri di *compliance* e organizzativi, non essendo previsti, nella disciplina del mercato regolamentato, misure che consentano un'applicazione graduale delle norme per le società di nuova quotazione, con l'unica eccezione della regolamentazione sulle operazioni con parti correlate.

L'obiettivo che la riforma del TUF dovrebbe perseguire è quello di rendere più agevole la mobilità tra mercato *Growth* e Mercato Regolamentato in entrambe le direzioni, considerato che entrambi i fenomeni possono contribuire allo sviluppo e alla maturazione del mercato dei capitali, grazie al ruolo complementare svolto dalle due tipologie di mercato.

Proposte

Trasferimento da GM a MR

fondamentale di crescita del mercato regolamentato: negli ultimi 10 anni, 73 operazioni; negli ultimi 3 anni, 26 trasferimenti per un valore di oltre 15 mld (in Italia, 11 trasferimenti per un valore di 3,5 mld.).

⁴⁰ In Francia, dove il trasferimento da mercato regolamentato è facilitato dall'assenza delle regole restrittive previste in Italia, il fenomeno è in entrambe le direzioni, ovvero società quotate sul mercato principale che si trasferiscono sul mercato di crescita, *Euronext Growth* Paris, e viceversa, c.d. *downscaling*; dai dati riportati il fenomeno più rilevante è quello dello spostamento verso il basso e ciò sarebbe dovuto al fatto che le regole sul mercato principale e quello *Growth* in Francia non sono dissimili e così anche i livelli di liquidità). Cfr. F. Annunziata, A. Lambiase, *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris, Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Egea, p. 28 e ss..

⁴¹ In Italia è di circa 300 pagine (200 nel caso di prospetto semplificato), il triplo (il doppio per i prospetti semplificati) di quella svedese. La spesa media per la procedura di redazione del prospetto è pari a circa 2 mln.

⁴² A causa di diversi fattori, quali le richieste supplementari di informazioni che possono essere effettuate dall'Autorità Competente all'emittente, i carichi di lavoro del personale dell'Autorità competente, che possono incidere negativamente sulla scelta della «finestra di mercato» più favorevole.

Per favorire il trasferimento da GM a MR una prima area di intervento riguarda il tema del prospetto da pubblicare in caso di passaggio da Mercato *Growth* a Mercato Regolamentato.

Nella maggior parte dei casi di trasferimento da EGM a *Euronext Milan*, l'emittente non effettua un'offerta al pubblico indistinto ma un'offerta rivolta a investitori professionali e il prospetto è richiesto quindi solo per l'ammissione alle negoziazioni. Pertanto, in questo caso, sia il contenuto del prospetto che la durata del procedimento dovrebbero essere più contenuti ma dalla prassi ciò non sembra emergere.

Proposte

Alla luce di tali considerazioni la riforma dovrebbe prevedere una delega alla Consob per la determinazione di automatismi o semplificazioni nei procedimenti amministrativi di approvazione dei prospetti di trasferimenti da MG a MR, data l'applicabilità del regime *market abuse* agli MTF di provenienza e, quindi, la disponibilità già assicurata delle informazioni rilevanti per gli investitori.

Trasferimento da MR a GM

Al fine di facilitare anche il trasferimento nel senso inverso, dal MR al GM, si potrebbe:

- estendere le disposizioni di cui all'art. 133 TUF, che consentono l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni sul MR e ammissione su un altro MR italiano o europeo a condizione della deliberazione dell'assemblea straordinaria, anche al caso di trasferimento dal MR al GM;
- escludere il diritto di recesso, ex art. 2437-*quinquies* c.c., in caso di trasferimento da MR a GM.

6.2 Altre proposte

La legge capitali ha introdotto alcune misure volte a favorire la raccolta di capitali da parte sul mercato prevedendo, sia alcune semplificazioni per le società già quotate, sia eliminando alcuni casi di *gold plating*.

Sempre nell'ottica di favorire la raccolta di capitali, agevolando l'accesso al mercato dei capitali, ed eliminare casi di *gold plating* si propongono di seguito alcune misure in ordine a: i) autocollocamento; ii) condizioni di quotazione di determinate società; iii) approvazione del regolamento del mercato regolamentato.

Autocollocamento (art. 30, comma 2)

Al fine di favorire la raccolta di capitali da parte delle imprese, la legge capitali ha previsto l'esenzione dal regime previsto per l'offerta fuori sede nei casi cd. di auto collocamento (art. 30, comma 2, TUF).

Essa ha stabilito che sono esentate dalla disciplina le offerte di vendita o di sottoscrizione di azioni di propria emissione o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di paesi dell'Unione europea, a condizione che siano effettuate dall'emittente attraverso i propri amministratori o il proprio personale con funzioni direttive per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a 250.000 euro.

Benché le misure previste dalla Legge Capitali siano andate nella giusta direzione, esse non si ritengono sufficienti allo scopo di favorire l'accesso la mercato. Per tale motivo sarebbe opportuno, in tema di esenzione dal regime previsto per l'offerta fuori sede, consentire che tale esenzione operi anche nel caso in cui l'offerta sia effettuata da una società quotanda.

Proposte

Si propone pertanto di:

- estendere l'esenzione anche alle operazioni effettuate in sede di IPO, previa definizione di misure di salvaguardia, prevedendo come importo minimo della sottoscrizione (100.000 euro) e stabilendo che i soggetti abilitati ad effettuare l'auto-collocamento siano quelli che hanno un legame organico con l'emittente.

Condizioni per la quotazione di determinate società (art. 66-bis)

La legge capitali ha abrogato le previsioni che delegano la Consob a disciplinare con regolamento le condizioni per la quotazione di società che controllano altre società con sede in paesi extra UE e di società finanziarie il cui patrimonio è costituito esclusivamente da partecipazioni (art. 66-bis, comma 2, lett. a) e c).

Questa disciplina era stata originariamente introdotta nel TUF ad opera della legge sul risparmio (legge n. 262/2005) sulla scia di alcuni noti scandali finanziari con lo scopo di "garantire un'adeguata disciplina del mercato del controllo societario e un'idonea informativa agli investitori e al mercato in merito alle caratteristiche dell'impresa in cui investono" (cfr. la Relazione illustrativa delle Commissioni alla Camera); l'attribuzione del potere regolamentare alla Consob in ordine alla determinazione dei requisiti per la quotazione di società si pone(va) tuttavia in conflitto con le previsioni che demandano alla società di gestione del mercato la fissazione di regole chiare e trasparenti per

l'ammissione a quotazione (art. 66 TUF) declinate dettagliatamente nel regolamento della società di gestione del mercato che è peraltro oggetto di approvazione da parte della Consob.

La legge capitali non ha invece abrogato la disposizione sulle condizioni di quotazione delle società quotate sottoposte a direzione e coordinamento (art. 66-*bis*, comma 2, lett. b)). Non è dato capire dalla Relazione illustrativa la ragione di tale mancata abrogazione; si ritiene tuttavia opportuno, per le ragioni sopra accennate, eliminare anche tale disposizione.

L'abrogazione sarebbe funzionale ad agevolare l'accesso e la permanenza delle società sui mercati regolamentati, eliminando previsioni legate a una logica emergenziale, che non appare più attuale. Si consideri in particolare la successiva introduzione di regole pregnanti sui conflitti di interesse che possono emergere in particolare nelle società soggette a direzione e coordinamento, quali quelle dettate dal Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate, e le sempre più stringenti raccomandazioni del Codice di autodisciplina delle società quotate in materia di *corporate governance*, volte a rafforzare la responsabilità e l'indipendenza del *board* anche per le società soggette a direzione a coordinamento.

Proposte

Si propone pertanto di abrogare la disposizione contenuta all'art. 66-*bis*, comma 2, lett. b), TUF.

*Approvazione del regolamento del mercato regolamentato (art. 64-*quater*)*

Come accennato in precedenza, l'eliminazione del *gold plating*, principio generale volto ad impedire al legislatore nazionale di prevedere misure e oneri aggiuntivi non necessari, dovrebbe altresì riguardare la disciplina delle sedi di negoziazione e, in particolare, l'approvazione delle modificazioni del regolamento del mercato regolamentato da parte della Consob (ex art. 64-*quater*, comma 6 TUF)⁴³.

Tale potere non trova fondamento nelle disposizioni contenute nella Mifid II⁴⁴ e comporta notevoli rilievi anche sul piano pratico in quanto contribuisce ulteriormente ad allungare i tempi di adozione dell'apparato di regole che governano il mercato, con ciò confliggendo con la rapida evoluzione dei mercati stessi.

⁴³ Questa disposizione è integrata dalla disciplina secondaria prevista dall'art. 32 del Regolamento Mercati che delinea il contenuto che i gestori delle sedi di negoziazione sono tenuti a trasmettere all'Autorità in relazione alle modifiche sia del regolamento del mercato sia delle disposizioni tecniche di attuazione ad esso connesse (c.d. Istruzioni).

⁴⁴ Cfr. artt. 44 e 47.

Proposte

Alla luce di tali considerazioni si propone abrogare la disposizione contenuta all'art. 64-*quater*, comma 6, TUF.

7. DISCIPLINA DEL BILANCIO

Il nostro sistema normativo per la redazione dei bilanci può essere notevolmente migliorato, *in primis*, per le società quotate, semplificando e razionalizzando la disciplina degli emittenti, al fine di sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio, rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali e aumentare la competitività del mercato nazionale.

Diverse previsioni interne, infatti, discostandosi da quanto previsto in altre giurisdizioni europee, si caratterizzano per un contenuto eminentemente di *gold plating* a svantaggio delle imprese domestiche e a detrimento dell'attrattività del nostro mercato per quelle estere, senza peraltro apportare particolari benefici nell'ottica dell'interesse pubblico.

È bene dunque intervenire per rimuovere questi vincoli alla competitività del sistema Paese.

Occorre valutare, poi, se, per le stesse finalità di semplificazione e razionalizzazione del quadro regolatorio, analoghe innovazioni non possano essere estese anche alle imprese non ancora quotate.

7.1 Esonero dalla redazione del bilancio consolidato

La disciplina nazionale, nel regolare l'obbligo di redigere il bilancio consolidato⁴⁵, prevede che non sono soggette all'obbligo di redigere il suddetto documento le imprese controllanti a loro volta controllate, al ricorrere di una serie di condizioni: i) che l'impresa controllante, soggetta al diritto di uno Stato membro dell'Unione europea, rediga e sottoponga a controllo il bilancio consolidato secondo la disciplina nazionale o secondo il diritto di altro Stato membro dell'Unione europea o in conformità ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea; ii) che l'impresa controllata non abbia emesso valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani o dell'Unione europea⁴⁶.

Ne consegue che, in base alla disciplina interna, il meccanismo di esonero dalla redazione di bilanci sub-consolidati, in assenza di valori mobiliari ammessi alla

⁴⁵ V. art. 27 del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127.

⁴⁶ V. commi 3 e 4 dell'art. 27 del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127.

negoziazione, opera soltanto quando l'impresa madre che redige il bilancio consolidato sia un'impresa italiana o europea, mentre non può operare quando essa sia un'impresa extra-europea.

La direttiva (UE) 2013/34⁴⁷ sui bilanci d'esercizio e consolidati consente invece agli Stati Membri di esentare dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato anche le imprese madri che siano imprese figlie di società madri extra-europee se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti: a) l'impresa esentata e tutte le sue imprese figlie sono consolidate nel bilancio di un insieme più grande di imprese; b) il bilancio consolidato e la relazione sulla gestione sono redatti: i) conformemente alla direttiva 2013/34⁴⁸; ii) conformemente ai principi contabili internazionali adottati ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002; iii) in modo equivalente ai bilanci consolidati e alle relazioni sulla gestione consolidate redatti conformemente alla presente direttiva, o iv) in modo equivalente ai principi contabili internazionali⁴⁹; c) il bilancio consolidato è stato sottoposto a revisione legale⁵⁰.

Questa forma opzionale di esenzione è riconosciuta in altri ordinamenti europei come la Svezia e la Francia e apre alla possibilità di esonerare dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato anche quando vi sia un'impresa madre extra-UE, a condizione che il consolidato sia redatto secondo determinati standard contabili considerati equivalenti a quelli internazionali (in cui rientrano gli standard americani e giapponesi⁵¹). Il mancato esercizio di questa opzione da parte del nostro legislatore costituisce un'ipotesi di *gold plating* che penalizza le imprese italiane le quali, se controllate da imprese extra-UE, sono comunque tenute a redigere il consolidato.

Proposta

Alla luce di tali considerazioni, si propone di esercitare l'opzione prevista dalla direttiva consentendo di esentare dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato anche le imprese madri che siano imprese figlie di società madri extra-europee se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti (così come previste dalla direttiva):

⁴⁷ Art. 23, par. 8.

⁴⁸ Fatta eccezione per gli obblighi di cui all'articolo 29-bis.

⁴⁹ Secondo quanto previsto dal Regolamento (CE) n. 1569/2007 della Commissione, del 21 dicembre 2007, che stabilisce un meccanismo per determinare l'equivalenza dei principi contabili applicati dagli emittenti di titoli di paesi terzi conformemente alle direttive 2003/71/CE e 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

⁵⁰ Da parte di uno o più revisori legali o imprese di revisione contabile abilitati al controllo dei bilanci a norma del diritto nazionale cui è soggetta l'impresa che ha redatto detto bilancio.

⁵¹ Cfr. la decisione della Commissione europea 12 dicembre 2008 secondo cui sono considerati equivalenti agli standard IFRS adottati con Regolamento CE n. 1606/2002: a) gli standard IFRS; b) i GAAP del Giappone; c) i GAAP degli Stati Uniti d'America.

- i) l'impresa esentata e tutte le sue imprese figlie sono consolidate nel bilancio di un insieme più grande di imprese;
- ii) il bilancio consolidato e la relazione sulla gestione sono redatti: i) conformemente alla direttiva 2013/34 oppure; ii) conformemente ai principi contabili internazionali adottati ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 oppure; iii) in modo equivalente ai bilanci consolidati e alle relazioni sulla gestione consolidate redatti conformemente alla direttiva 2013/34 oppure iv) in modo equivalente ai principi contabili internazionali secondo il meccanismo previsto dal Regolamento CE n. 1569/2007;
- iii) il bilancio consolidato è stato sottoposto a revisione legale.

7.2 La distribuzione della riserva da equity method

L'art. 2426, n. 4) c.c. per le imprese che redigono il bilancio secondo i principi contabili nazionali e l'art. 6 del d.lgs. n. 38/2005, per le imprese *IAS-adopter*, prevedono una disciplina eccessivamente limitativa in ordine all'utilizzo delle riserve derivanti dall'adozione del metodo del patrimonio netto (*i.e.*, "*equity method*") nella valutazione delle partecipazioni.

Per le società *OIC-adopter*, le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate possono essere valutate per un valore pari alla corrispondente frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio (detratti i dividendi e operate le rettifiche di consolidamento e quelle richieste dagli artt. 2423 e 2423-bis). Negli esercizi successivi alla prima rilevazione, le "*plusvalenze derivanti dall'applicazione del metodo del patrimonio netto, rispetto al valore indicato nel bilancio dell'esercizio precedente, sono iscritte in una riserva non distribuibile*" (2426, n. 4, ult. periodo, c.c.).

Le società che adottano i principi IAS non possono distribuire gli utili d'esercizio in misura corrispondente alle plusvalenze iscritte nel conto economico che discendono dall'applicazione del criterio del patrimonio netto (art. 6, comma 1, lett. a), d.lgs. n.38/2005).

Questa disciplina potrebbe rendersi meno restrittiva, consentendo una gestione delle politiche dei dividendi più flessibile, segnando così, pur sempre nel rispetto dei limiti comunitari, un punto decisivo nella attrattività del sistema Paese. Altri paesi europei, quali ad es. l'Olanda, consentono ampia flessibilità sul punto.

Ad esempio, proprio prendendo spunto dal regime previsto nei Paesi Bassi, potrebbe valutarsi l'idea di rendere distribuibile la riserva *equity method* se sussista il controllo

nella società partecipata e nei limiti in cui il bilancio della partecipata evidenzia utili distribuibili.

I potenziali vincoli della disciplina europea

La direttiva 2013/34/UE, che armonizza le normative nazionali sui bilanci d'esercizio e consolidati, all'art. 9, par. 7, con riguardo al trattamento delle partecipazioni nel bilancio di esercizio stabilisce che: "a) **gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere che le partecipazioni siano contabilizzate utilizzando il metodo del patrimonio netto quale previsto dall'articolo 27, tenendo conto degli adeguamenti indispensabili risultanti dalle peculiarità dei bilanci d'esercizio rispetto ai bilanci consolidati;** b) **gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere che la frazione dell'utile o della perdita attribuibile alla partecipazione figurino nel conto economico solo nella misura in cui corrisponde a dividendi già riscossi o esigibili;** e c) **ove la frazione dell'utile attribuibile alla partecipazione e rilevata nel conto economico superi l'importo dei dividendi già riscossi o esigibili, l'importo della differenza è iscritto in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti**".

In via di premessa, è da sottolineare come i principi europei contenuti nella predetta direttiva dovrebbero trovare applicazione non solo con riferimento alle società *OIC-adopter* ma anche a quelle *IAS-adopter*. Il regime speciale dei principi contabili internazionali riguarda infatti i criteri di rilevazione, iscrizione e valutazione in bilancio delle operazioni di gestione ma non copre i profili organizzativi e in particolare il regime di utilizzazione delle riserve. Questo profilo dovrebbe essere coperto dalla disciplina nazionale e dagli eventuali principi europei (come nel caso di specie).

Ciò detto, la formula letterale utilizzata nell'art. 9, comma 7, della direttiva 2013/34/UE sembra indicare un obbligo per gli Stati membri di prevedere l'iscrizione di una riserva indisponibile soltanto nei casi in cui il partecipante non abbia il controllo della partecipata. Il vincolo, infatti, riguarda gli utili superiori a quelli già riscossi o "esigibili". Il termine "esigibile", nel nostro contesto, si riferisce agli utili deliberati dalla partecipata. In realtà, però, la versione originale inglese della direttiva fa riferimento in senso più ampio agli utili che "*can be claimed*". Con questa formula, la direttiva potrebbe alludere a tutti quegli utili rispetto ai quali la partecipata ha il potere giuridico di "imporre" o "pretendere" la distribuzione. Seguendo questa linea interpretativa, appare possibile che lo Stato membro, nel disciplinare il trattamento degli utili da valutazione delle partecipazioni al patrimonio netto, consenta la distribuzione degli utili derivanti dalla valutazione al patrimonio netto relativa a partecipazioni in società controllate.

L'unico limite (quantitativo) dovrebbe essere costituito dal fatto che gli utili della controllata siano anch'essi distribuibili.

Il tema della mancata realizzazione

In termini sostanziali, questa impostazione trova giustificazione anche con riguardo al profilo della realizzazione degli utili da *equity method*.

Il divieto di distribuzione di utili da valutazione e come tali non realizzati, nel caso di specie, appare meno fondato. Come ha ben messo in luce illustre dottrina⁵², infatti, il metodo del patrimonio netto non contrasta con il principio di realizzazione in quanto il maggior valore in capo alla partecipata può ritenersi indirettamente realizzato anche in capo alla partecipante (a maggior ragione in presenza di controllo tra partecipante e partecipata).

Proposte

Alla luce delle considerazioni svolte si propone di:

- rendere distribuibile la riserva da *equity method* se sussista il controllo nella società partecipata e nei limiti in cui il bilancio della partecipata evidenzia utili distribuibili.

7.3 Bilancio in valuta funzionale

L'art. 2423, al sesto comma, dispone che *“Il bilancio deve essere redatto in unità di euro, senza cifre decimali, ad eccezione della nota integrativa che può essere redatta in migliaia di euro”*.

Per le società italiane che operano con una valuta funzionale estera, l'obbligo di conversione dei saldi e dei flussi denominati in valuta genera complessità amministrativo-contabili senza che il lettore del bilancio ricavi benefici tangibili dall'esposizione dei valori in euro.

Per di più, tali imprese, al fine di evitare indesiderati impatti al conto economico delle oscillazioni dei cambi, si trovano spesso costrette ad effettuare delle innaturali operazioni di copertura, ad esempio, trattenendo presso di sé risorse finanziarie in valuta – talvolta anche ingenti – strumentali solo allo scopo di consentire un “equilibratura” tra i valori dell'attivo e del passivo del bilancio; operazioni che naturalmente risulterebbero del tutto inutili adottando la valuta funzionale per la redazione del bilancio d'esercizio.

In particolare, la possibilità di mantenere i valori nella valuta in cui sono stati espressi originariamente permette di non far emergere differenze cambio che poi debbono necessariamente essere gestite sotto il profilo sia civilistico sia fiscale. Allo stesso

⁵² G. Colombo, Il bilancio d'esercizio, in Trattato spa, Colombo Portale, Torino, 1994, vol. 7*, p. 285.

tempo, è di tutta evidenza che l'intellegibilità della rappresentazione fornita dagli schemi di bilancio non è in alcun modo inficiata dal fatto che i valori siano espressi in una valuta diversa dall'euro.

In molti altri Paesi comunitari, del resto, questa possibilità è concessa senza particolari condizioni (Belgio, Paesi Bassi, Lussemburgo).

Proposta

Si propone, pertanto, di:

- introdurre la facoltà di utilizzare una valuta di redazione e presentazione del bilancio diversa dall'euro, ove coincidente con la valuta funzionale della società e ciò, quantomeno, per le imprese che abbiano emesso titoli nel mercato regolamentato.

L'introduzione del concetto di valuta funzionale (o *Functional Currency*) comporta: (i) l'integrazione delle attuali disposizioni del codice civile; e (ii) il conseguente allineamento delle disposizioni dei principi contabili nazionali a quelle già previste dai principi contabili internazionali.

A questo riguardo, le disposizioni dello IAS 21 "*The effects of changes in foreign exchange rates*" (di seguito IAS 21) distinguono due concetti di valuta all'interno del bilancio: (i) la valuta funzionale; e (ii) la valuta di presentazione.

La valuta funzionale è definita come "*la valuta dell'ambiente economico prevalente in cui l'entità opera*" ed è utilizzata per la conversione delle transazioni e/o operazioni effettuate in valuta differente. La valuta funzionale è individuata considerando, tra l'altro (i) i prezzi di vendita dei beni e dei servizi prodotti e forniti dall'impresa; (ii) il Paese il cui sistema regolamentare e competitivo influisce nella determinazione dei prezzi di vendita dei beni e dei servizi; (iii) la moneta che influenza maggiormente il costo delle materie prime, della manodopera e degli altri costi sostenuti nello svolgimento dell'attività; (iv) la valuta in cui sono generati i flussi dell'attività di finanziamento; (v) la valuta in cui sono solitamente tenuti i flussi derivanti dall'attività operativa. Differentemente, la valuta di presentazione rappresenta la "*valuta in cui il bilancio viene presentato*"; essa, definita spesso da normative nazionali, può non coincidere con la valuta funzionale.

I citati riferimenti IAS risultano essere un punto di riferimento essenziale e particolarmente utile per favorire l'inserimento anche nel nostro ordinamento nazionale del concetto di valuta funzionale. Al riguardo rilevano almeno le seguenti tre circostanze:

- le disposizioni IAS sono oggetto di omologazione da parte della Commissione europea tramite lo strumento normativo del Regolamento che è fonte normativa riconosciuta dal nostro sistema normativo;
- lo stesso codice civile già oggi richiama ufficialmente in alcuni suoi passaggi i riferimenti degli IAS rinviando agli stessi soprattutto in ambito definitorio (si pensi, ad esempio, alla definizione di attività e passività monetarie);
- le disposizioni dei principi contabili internazionali sono largamente applicate dalle società di diritto italiano sia per obblighi e facoltà derivanti dal Regolamento di adozione degli IAS nella redazione dei bilanci consolidati sia per gli obblighi e facoltà di applicazione nei bilanci di esercizio previsti dal d.lgs. 38/2005.

8. ENFORCEMENT

8.1 Fattispecie sanzionatorie e procedimento Consob

La materia delle sanzioni richiede una revisione sistematica e coerente sia sotto il profilo del diritto sostanziale, sia processuale, che persegua l'obiettivo di realizzare un corretto bilanciamento tra l'esigenza dell'ordinamento (nazionale ed europeo) di garantire efficienti meccanismi di prevenzione e repressione di condotte che ledono gli interessi del mercato e degli investitori, e il diritto degli operatori a un trattamento sanzionatorio prevedibile, proporzionato e coerente con i principi dello Stato di diritto.

Sul piano sostanziale, le norme attuali prevedono una molteplicità di illeciti eterogenei (amministrativi e penali), non sufficientemente determinati e diretti alla tutela di interessi diffusi (tutela del mercato, del credito, del risparmio). La tecnica di costruzione normativa dei diversi reati – spesso basata sull'uso di rinvii, espressioni sommarie e clausole generali – crea incertezza e rende difficile stabilire la condotta criminosa e accertare la fattispecie, rendendo imprevedibile la risposta sanzionatoria. Il quadro è reso ancora più complesso da una stratificazione ventennale delle regole e dal recepimento di normative europee.

Gli interventi normativi dell'ultimo ventennio sono stati, inoltre, contrassegnati da ripetuti innalzamenti dei limiti edittali, che hanno dato luogo a sanzioni penali e amministrative gravemente afflittive, che incidono fortemente sulle libertà personali, ma anche sul patrimonio della persona fisica e/o dell'ente, sia con la sanzione pecuniaria, sia con la confisca del profitto. Ad esse si aggiungono sanzioni accessorie interdittive, applicate quasi sempre automaticamente, che limitano gravemente la libertà di iniziativa economica e il diritto all'esercizio della propria attività da parte dei soggetti

colpiti. Alle sanzioni per le persone fisiche si accompagnano, inoltre, quelle per la società rendendo ancora più gravosa la risposta sanzionatoria.

Con particolare riguardo alla disciplina degli abusi di mercato è previsto, inoltre, un doppio binario di tutela penale e amministrativa, in cui i delitti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF), e gli illeciti amministrativi di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (artt. 187-*bis* e 187-*ter* TUF), si sovrappongono. Ciò comporta la possibilità che uno stesso fatto integri due volte gli stessi illeciti, con il conseguente avvio di due procedimenti non coordinati – l'uno davanti al giudice penale, l'altro davanti alla Consob – destinati a concludersi in tempi diversi, con l'unico limite per il secondo giudice di tenere conto della sanzione già inflitta, evitando pene sproporzionate (art. 187-*terdecies* TUF). Sanzioni e procedimenti possono essere, inoltre, ulteriormente moltiplicati in ragione del parallelo e ulteriore doppio binario a carico della persona giuridica per gli illeciti amministrativi derivanti da reato ex art. 25 *sexies* del d.lgs n. 231/2001 e per gli illeciti amministrativi ex art. 187-*quinqüies*.

Ne deriva un quadro sanzionatorio sproporzionato (con sanzioni amministrative che possono giungere anche a superare quelle penali), e lesivo del principio del *ne bis in idem* sostanziale. Su quest'ultimo aspetto, infatti, la regola che impone alla Consob e all'autorità giudiziaria di tenere conto della sanzione già inflitta dall'autorità che ha chiuso per prima il procedimento, da un lato, affida a fattori esogeni (durata del procedimento) e a una valutazione puramente discrezionale dell'autorità la determinazione della sanzione, pregiudicando la certezza e prevedibilità della stessa; dall'altro non considera che il divieto di *bis in idem* non riguarda soltanto l'applicazione della sanzione, ma soprattutto il diritto dell'interessato a non subire due volte lo stesso procedimento. Tale approccio, inoltre, può generare un uso subottimale delle risorse e importanti diseconomie processuali, posto che potrebbero svolgersi parallelamente due procedimenti, di cui uno potrebbe concludersi senza l'irrogazione della sanzione perché già punito in modo proporzionato dal primo procedimento giunto a termine.

Accanto all'esigenza di superare le criticità segnalate, un ripensamento complessivo del sistema sanzionatorio previsto dal TUF impone una riconsiderazione della stessa funzione sanzionatoria dell'autorità di vigilanza. Nel diritto penale dell'economia, così come in altri settori dell'ordinamento, è in atto, infatti, da tempo il superamento del paradigma punitivo-afflittivo tipico della sanzione, in favore di modelli volti a incentivare la funzione di prevenzione della stessa e la collaborazione del privato nella eliminazione delle conseguenze antigiusdiche della condotta, nell'ottica di una

maggiore efficienza degli interessi tutelati dalle norme⁵³. In questa direzione si colloca anche la recente introduzione dell'istituto degli impegni nell'ambito del procedimento sanzionatorio Consob, il quale, tuttavia, richiede alcune modifiche al fine di esaltarne le potenzialità. Nella stessa ottica si potrebbero, inoltre, estendere ad altre fattispecie alcune misure di amministrazione attiva già previste dal TUF (come, ad esempio, l'ordine di porre fine la violazione), nonché introdurre nuovi strumenti – in linea con le esperienze di altri ordinamenti europei – volti a prevenire la commissione di illeciti (cd. *warning letter*) o a favorire una rapida definizione del procedimento (c.d. *settlement*), senza pregiudicare le tutele degli investitori e del mercato.

Proposte

Alla luce di tali considerazioni, per garantire un sistema sanzionatorio chiaro, proporzionato ed efficiente, si propongono alcune modifiche di carattere sostanziale volte a:

- rideterminare le fattispecie di illecito previste per gli emittenti che non sono coerenti con i principi di tassatività e determinatezza, riscrivendo in modo autonomo e senza rinvii ad altre disposizioni nazionali primarie, secondarie, o europee le condotte in tema di: offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari e ammissione alla negoziazione di titoli (art. 191 TUF); informazioni sul governo societario, politica di remunerazione e compensi corrisposti (art. 192-*bis* TUF); operazioni con parti correlate (192-*quinquies* TUF); informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale (193 TUF);
- riscrivere la disciplina degli abusi di mercato differenziando le fattispecie penali da quelle amministrative, attraverso l'introduzione di specifici criteri di natura oggettiva e soggettiva, volti ad evitare sovrapposizioni e superando così il c.d. sistema a doppio binario attualmente vigente. In particolare, andrebbe recuperata la strada delineata a livello europeo dalla direttiva MAD II che prevede un principio di gradualità sanzionatoria, prevedendo l'applicazione della sanzione penale in caso di gravità oggettiva della condotta, individuata

⁵³ Si pensi ad esempio alla disciplina della cooperative compliance in ambito fiscale, che mira a instaurare un rapporto di fiducia tra l'amministrazione e il contribuente attraverso un'interlocuzione costante, anche in fase di controllo, finalizzata a una valutazione concordata delle situazioni suscettibili di generare rischi fiscali. Si pensi ancora alla nuova disciplina del Codice dei contratti pubblici, che valorizza il ricorso a misure di self cleaning da parte delle imprese per evitare l'esclusione dalle gare pur in presenza di condanne, la cui valutazione è rimessa alla stazione appaltante. Anche nell'ambito della responsabilità penale-amministrativa degli enti si prevede, infine, l'adozione di misure organizzative da parte delle imprese non solo in funzione di prevenzione degli illeciti ai fini dell'esonero da responsabilità, ma anche in corso di procedimento al fine di beneficiare di riduzioni della sanzione.

secondo parametri determinati, e in presenza dell'elemento soggettivo del dolo⁵⁴. Contestualmente occorre eliminare l'applicazione automatica delle sanzioni accessorie interdittive per gli illeciti amministrativi di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (art. 187-*quater* TUF);

- rivalutare i limiti edittali di tutte le fattispecie previste per gli emittenti reintroducendo criteri di proporzionalità rispetto alle condotte criminose e definire in modo chiaro e preciso i criteri per la determinazione dell'ammontare delle sanzioni previsti dall'articolo 194-*bis* del TUF (con particolare riguardo ai parametri di difficile interpretazione della criticità dell'indice di riferimento per la stabilità finanziaria e delle conseguenze sistemiche della violazione previsti dalle lett. g-*bis*) e h), al fine di limitare la discrezionalità dell'Autorità e di garantire la certezza e la prevedibilità della sanzione;
- introdurre un principio di rilevanza della violazione ai fini dell'applicazione della sanzione, sulla base di criteri predeterminati e definiti dalla Consob, analogamente a quanto previsto dall'articolo 144, comma 8, del TUB per le sanzioni di competenza della Banca d'Italia.

Si propongono, inoltre, alcune modifiche che mirano a garantire un esercizio della funzione sanzionatoria della Consob che – in linea con le più recenti evoluzioni dell'ordinamento e dei poteri riconosciuti ad altre Autorità di vigilanza – incentivi la collaborazione del privato nella prevenzione degli illeciti e nella rimozione degli effetti delle condotte pregiudizievoli, e che favorisca un impiego ottimale delle risorse e la rapida definizione dei procedimenti, senza pregiudicare le esigenze di tutela degli investitori e del mercato. Per il perseguimento di tali obiettivi si propone di:

- estendere l'applicazione di misure di amministrazione attiva (ordine di porre termine alla violazione e dichiarazione pubblica) in luogo della sanzione pecuniaria, ad altre fattispecie rispetto a quelle previste dagli artt. 194 *quater* e *septies* TUF, anche se connotate da maggiore offensività, quando discendono da errori operativi o disattenzioni nell'adempimento della normativa primaria e secondaria;
- prevedere una nuova disposizione nella parte V del TUF che introduca lo strumento delle “*warning letter*” al fine di incentivare un rapporto collaborativo tra Autorità ed emittenti nella valutazione di potenziali condotte illecite;

⁵⁴ V. direttiva 2014/57/UE, considerando 10-12 e 23.

- modificare l'art. 196-ter TUF relativo all'istituto degli "impegni", al fine di consentirne la presentazione anche nella fase che precede la notifica della lettera di contestazione degli addebiti. Contestualmente intervenire sulla struttura del procedimento sanzionatorio previsto dal Regolamento Consob al fine di estendere i principi del contraddittorio anche nella fase della preistruttoria;
- prevedere una nuova disposizione nella parte V del TUF che introduca lo strumento del "settlement", ossia la possibilità per la Consob di ricorrere a transazioni con i soggetti responsabili di violazioni in luogo dell'irrogazione delle relative sanzioni, analogamente a quanto previsto in altri ordinamenti⁵⁵.

8.2 Arbitrato societario

Una giustizia rapida ed efficiente incentiva l'innovazione, favorisce gli investimenti, migliora la qualità del credito e ne riduce il costo. Il miglioramento della qualità e dell'efficienza della giustizia civile rappresenta dunque un elemento fondamentale per la ripresa del sistema economico e per renderlo attraente per gli investitori esteri: è questo un obiettivo strategico del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

Gli strumenti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie - arbitrato in primis, ma anche altre forme di ADR (*Alternative Disputes Resolution*) - rappresentano un tassello fondamentale per un miglioramento del sistema. La competitività di un sistema giuridico riposa, infatti, non solo sulla qualità delle disposizioni di diritto sostanziale, ma anche sull'adeguatezza delle disposizioni processuali che ne garantiscono l'effettività e su un equilibrato rapporto tra enforcement pubblico e privato.

Tra le controversie che l'investitore straniero potrebbe avere interesse a sottrarre alla giustizia civile in favore delle ADR rientrano le azioni di responsabilità verso i soci (di maggioranza o di minoranza), verso la società e gli organi sociali, nonché quelle verso le autorità che gestiscono o controllano il mercato regolamentato italiano in cui titoli emessi dalla società sono quotati. In questa categoria di contenzioso "in materia societaria" possono essere ricondotte controversie assai diverse tra loro quali quelle relative a: i) patti parasociali, contratti di investimento e *joint ventures*; ii) statuti, iii)

⁵⁵ Si pensi ad esempio alle norme statunitensi relative alla procedura di *settlement* davanti alla Securities Exchanges Commission, che consentono a chiunque sia informato di un procedimento a suo carico, ancorché non avviato nei suoi confronti, di proporre un'offerta di transazione alla SEC; oppure alla disciplina francese che attribuisce all'AMF il potere di proporre una sanzione negoziata ai responsabili di violazioni delle regole riscontrate nel corso di un'indagine o di un'ispezione; o ancora alla normativa inglese che attribuisce alla FCA, in ogni momento anche prima dell'avvio delle contestazioni, il potere di proporre al soggetto vigilato di risolvere il procedimento sanzionatorio attraverso un accordo con quest'ultimo.

validità di delibere assembleari e altri atti societari, (iv) conferimenti in natura, fusioni, scissioni e altre operazioni sul capitale sociale, v) azioni di responsabilità contro amministratori e altri organi sociali; vi) offerte pubbliche di acquisto e altre operazioni di sollecitazione all'investimento o al disinvestimento, (vii) responsabilità delle autorità di mercato, (viii) codici di corporate governance.

In tema di arbitrato, l'Italia è uno dei pochi paesi a disporre di una legislazione avanzata sia in materia di arbitrato generale (recentemente modificata dalla legge di riforma del processo civile del 2022 che ha rafforzato lo strumento, ad esempio prevedendo i poteri cautelari degli arbitri) sia in materia di arbitrato societario (originariamente introdotto dal d.lgs. 5/2003, contestualmente alla riforma generale del diritto societario, e ora ricondotto nell'ambito delle disposizione del codice di procedura civile). Tra gli altri ordinamenti si segnalano quello spagnolo, brasiliano e svizzero.

L'anomalia del sistema italiano nel confronto internazionale è, tuttavia, rappresentata dal fatto che nel nostro ordinamento vige un divieto espresso di ricorso all'arbitrato societario per le società quotate (un altro paese è la Russia). In generale, gli ordinamenti che non hanno previsioni speciali per l'arbitrato societario (come Francia e Germania) comunque ne consentono l'utilizzo anche alle società quotate; si deve tuttavia segnalare che alcuni ordinamenti caratterizzati da un sistema giudiziario particolarmente efficiente e nei quali i tribunali hanno un ruolo di particolare rilievo (Olanda e Delaware) l'arbitrato societario non viene incoraggiato.

È interessante notare che in Brasile è, invece, previsto l'obbligo di una clausola statutaria per arbitrato societario per le società quotate nel segmento con i requisiti di corporate governance più stringenti (*Novo Mercado*) – nella prospettiva di rendere più attraente il mercato brasiliano per gli investitori stranieri. Questo obbligo ha determinato un effetto di ispirazione per tutte le società quotate, essendo ormai prassi comune la previsione di una clausola arbitrale statutaria nella maggior parte delle società quotate, indipendentemente dall'esistenza di un obbligo in tal senso previsto dal regolamento di borsa. Ciò in quanto l'arbitrato viene considerato come uno strumento di soluzione delle controversie più efficiente della giustizia ordinaria.

Proposte

A tal fine si propone in tema di arbitrato societario di:

- eliminare il divieto di arbitrato societario per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio attualmente previsto dall'art. 838-*bis* c.p.c.;
- eliminare il quorum speciale previsto dall'art. 838-*bis* c.p.c. per l'introduzione, la modifica e la soppressione della clausola di arbitrato statutario, pari ai 2/3 del

capitale sociale, per allinearlo alla disciplina generale sui quorum delle assemblee straordinarie previsti dagli artt. 2368 e 2369 c.c.;

- eliminare il diritto di recesso previsto per l'introduzione, la modifica e la soppressione della clausola di arbitrato statutario dall'art. 838-bis c.p.c.

Per rispondere alle principali preoccupazioni sollevate dall'uso di tale strumento rispetto alla tutela degli azionisti di minoranza (ad esempio, in materia di costi e di potenziale numero elevato di partecipanti), mantenendo adeguati livelli di tutela degli interessi coinvolti (ad esempio, regole sulla nomina degli arbitri e valorizzazione dell'arbitrato amministrato), si potrebbero introdurre alcune disposizioni speciali in materia di arbitrato societario delle società quotate prevedendo almeno che:

- i) si tratti di arbitrato amministrato da un'istituzione arbitrale con regolamento precostituito;
- ii) la decisione degli arbitri sia presa secondo diritto;
- iii) il lodo sia impugnabile per la violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia.

ALLEGATI

A) SINTESI DELLE PROPOSTE

SEMPLIFICAZIONE E RAZIONALIZZAZIONE DELLE REGOLE: CRITERI GENERALI	
Ambito di applicazione delle proposte	<p>Nel documento si propongono:</p> <p>modifiche che riguardano tutte le società quotate in tema di: i) informazione societaria e assetti proprietari; ii) sistemi di amministrazione e controllo; iii) assemblea; iv) informazione finanziaria; v) enforcement;</p> <p>modifiche applicabili alle PMI quotate con capitalizzazione inferiore a 1 miliardo, che riguardano: i) le informazioni sulla remunerazione degli amministratori; ii) la scelta del dirigente preposto; iii) l'attribuzione delle funzioni di audit committee nel sistema tradizionale.</p> <p>Solo se il percorso di semplificazione generale per tutte le società quotate non riuscisse a trovare il consenso necessario potrebbero essere immaginati ambiti di applicazione più ristretti (ad es. società neo quotate e PMI).</p>
Gold plating normativo e regolamentare	<p><u>Art. 2 Rapporti con il diritto dell'Unione europea</u></p> <p>Introdurre un principio generale volto a precisare che sia la regolazione primaria, sia quella secondaria debbano essere coerenti con i migliori standard europei;</p> <p>prevedere che la regolazione secondaria che costituisce attuazione di direttive europee o di altri atti europei non possa introdurre livelli di regolazione superiori a quelli previsti da tali norme.</p> <p><u>Art. 91 Poteri della Consob</u></p> <p>Inserire, tra gli obiettivi della Consob, quello di favorire l'accesso al mercato da parte delle imprese, in linea con gli obiettivi di altre Autorità europee.</p>
Razionalizzazione delle regole per le	<p><u>Art. 2325-bis e ter del Codice civile</u></p>

<p>società quotate su MTF</p>	<p>Eliminare dalla nozione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” gli emittenti diffusi tra il pubblico in misura rilevante dal Codice civile;</p> <p>includere nella definizione di “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” (c.d. “società aperte”) di cui all’articolo 2325-bis c.c. non solo – come è già previsto – le società con azioni quotate in mercati regolamentati, ma anche le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione;</p> <p>escludere per le società negoziate su MTF l’applicazione delle maggioranze assembleari rafforzate di cui agli artt. 2368, comma 2, secondo periodo e 2369, commi 3 e 7 c.c.</p>
--------------------------------------	---

INFORMAZIONE SOCIETARIA E ASSETTI PROPRIETARI	
Semplificazione di obblighi informativi	<p><u>Artt. 120-123 Assetti Proprietari: partecipazioni rilevanti, reciproche e patti parasociali</u></p> <p><u>Art. 120 Partecipazioni rilevanti</u></p> <p>Innalzare la soglia iniziale degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti al 5% per tutte le società (120, comma 2);</p> <p>eliminare il potere della Consob di prevedere, per un periodo di tempo limitato, soglie inferiori al 5% (120, comma 2-bis);</p> <p>eliminare l'obbligo di dichiarare gli obiettivi che si intendono perseguire nel corso dei sei mesi successivi, in occasione dell'acquisto di una partecipazione pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento (120, comma 4-bis).</p> <p><u>Art. 121 Partecipazioni reciproche</u></p> <p>Alzare in via generale al 5-10% il limite di carattere quantitativo all'acquisto reciproco di azioni di società quotate;</p> <p>eliminare la disciplina sulle partecipazioni reciproche indirette.</p> <p><u>Art. 123 Patti parasociali</u></p> <p>Eliminare l'art. 123 in materia di durata dei patti parasociali e diritto di recesso.</p> <p><u>Art. 123-ter Relazione sulla politica di remunerazione degli amministratori e sui compensi corrisposti</u></p> <p>Eliminare per le PMI l'applicazione della politica di remunerazione anche a organi di controllo e a dirigenti con responsabilità strategiche (comma 3, lett. a);</p> <p>eliminare per le PMI l'illustrazione dei compensi corrisposti dalle società collegate (comma 4, lett. b);</p> <p>prevedere per le PMI il voto consultivo sulla politica di remunerazione.</p>

	<p><u>Artt. 113-ter, co. 3, 125-bis, co. 1, 122, co.1 Obblighi di pubblicazione a mezzo stampa</u></p> <p>Eliminare il riferimento agli obblighi di pubblicazione a mezzo stampa previsto in varie disposizioni del TUF (cfr. artt. 113-ter, comma 3, 125-bis, comma 1, 122, comma 1).</p>
<p>Identificazione degli azionisti</p>	<p><u>Art. 83-duodecies Identificazione degli azionisti</u></p> <p>Rimuovere la soglia dello 0,5% dal comma 1 dell'art. 83-duodecies TUF;</p> <p>abrogare la richiesta di identificazione da parte delle minoranze, non prevista dalla SHRD II (cfr. art. 83-duodecies, comma 3, TUF).</p>
<p>Disciplina OPA</p>	<p><u>Art. 102 Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi (art. 102)</u></p> <p>Ridurre il termine di approvazione del documento di offerta, attualmente fissato in 15 giorni, a 10 giorni;</p> <p>prevedere che, in caso di sospensione dei termini di approvazione del documento di offerta nel caso in cui la Consob richieda all'offerente informazioni supplementari, tale richiesta di informazioni sia resa pubblica;</p> <p>chiarire legislativamente, sulla falsariga di quanto avviene per i prospetti di offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita, che il documento di offerta possa essere redatto anche solo in inglese.</p> <p><u>Art. 104 Difese</u></p> <p>Prevedere che la regola di passività – che richiede l'autorizzazione dell'assemblea per il compimento di atti o operazioni che possono contrastare l'offerta – possa essere prevista nello statuto (opt-in) come già previsto dalla regola di neutralizzazione.</p> <p><u>Artt. 105-106 e 101-bis OPA obbligatoria e azione di concerto</u></p> <p>Razionalizzare il sistema delle soglie per identificare il controllo da cui scatta l'obbligo di offerta lasciando agli statuti, per tutte le società, la facoltà di identificare la soglia nell'intervallo 25%-40% (attualmente tale facoltà è prevista solo per le PMI) ed eliminare il diritto di recesso (art. 106 commi 1, 1-bis e 1-ter);</p>

eliminare l'obbligo di OPA in caso di superamento della soglia a seguito di maggiorazione del diritto di voto, qualora il soggetto che supera la soglia detenga già il controllo della società;

eliminare l'inclusione degli strumenti derivati nella partecipazione rilevante ai fini del superamento della soglia (art.105 comma 3-bis);

eliminare l'OPA da consolidamento (art.106 comma 3 lettera b);

eliminare il riferimento agli obiettivi di "mantenere o rafforzare il controllo" (art.101, comma 4);

eliminare le presunzioni (assolute e relative) di acquisto di concerto;

eliminare la facoltà per la Consob di alzare o abbassare il prezzo dell'OPA (art.16, comma 3 lettere c) e d);

ridurre il periodo di riferimento per individuare il prezzo più alto pagato da 12 a 6 mesi (art.106 comma 2);

prevedere una ipotesi di esenzione dell'obbligo se la partecipazione acquistata in presenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata;

prevedere una esenzione da OPA obbligatoria per conferimenti in natura, quando esiste un'esigenza industriale e non vi siano elementi elusivi;

prevedere un'esenzione generale nei casi in cui ci sia un'autorizzazione in tal senso da parte dell'assemblea ordinaria che vota con il meccanismo del *whitewash*;

eliminare, nella previsione di non sussistenza dell'obbligo di offerta in caso di superamento della soglia a seguito di OPA totalitaria, la condizione che siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato o un corrispettivo in contanti (art. 106, ultima parte del comma 4).

Art. 107 OPA preventiva parziale

Eliminare la condizione che l'offerta sia rivolta ad almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria, come previsto attualmente, al fine di rendere più utilizzabile l'istituto.

	<p><u>Art. 108 Obbligo di acquisto</u></p> <p>Eliminare l'obbligo di acquisto per chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% non a seguito di un'OPA totalitaria (at.108 comma 2);</p> <p>eliminare la facoltà di esigere il pagamento in contanti in caso di esercizio dell'obbligo di acquisto (Art.108, ultima parte del comma 5).</p> <p><u>Art. 111 Diritto di acquisto</u></p> <p>Abbassare dal 95% al 90% la soglia per il diritto di acquisto (art.111, comma 1);</p> <p>eliminare la limitazione del diritto di acquisto alla sola tipologia di titoli per la quale è stata superata la soglia (art.111, secondo periodo del comma 1).</p>
--	--

SISTEMI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO	
Assetto generale della governance societaria	<p><u>Per tutte le società, anche non quotate</u></p> <p>Mantenere la scelta di poter optare tra i diversi modelli di amministrazione e controllo;</p> <p>prevedere una disciplina autonoma dei modelli alternativi esaltandone i tratti di tipicità, in coerenza con le migliori esperienze internazionali.</p> <p><u>Per le sole società quotate</u></p> <p>Intervenire su alcune aree comuni ai tre modelli, che riguardano, in particolare: i) l'indipendenza degli amministratori; ii) i sistemi e al periodo di nomina; iii) le segnalazioni all'autorità di vigilanza;</p> <p>intervenire anche in ordine all'assegnazione delle competenze previste dalla direttiva 2006/43 per il c.d. Comitato per il controllo interno e la revisione legale.</p>
Sistema monistico	<p><u>Disposizioni Codice civile TUF Sistema monistico</u></p> <p>Abrogare artt. 1, commi 6-ter e 6-quater, del TUF;</p> <p>riscrivere in modo autosufficiente e organico le disposizioni del Codice civile e del TUF che regolano il sistema monistico (artt. da 2409-sexiesdecies- a 2409-noviedecies c.c. e 147-ter, comma 3, 147-quater, 148, commi 4, 4-ter e 4quater, 149, comma 4-ter, 150, comma 5, 151-ter, 154 del TUF) secondo le linee di indirizzo seguenti:</p> <p>mantenere la previsione dell'art. 2409-octesdecies c.c. secondo cui al Comitato per il controllo e la gestione spettano le competenze in tema di assetto organizzativo, amministrativo e contabile, nonché sul sistema di controllo interno;</p> <p>mantenere l'indicazione dell'art. 19, comma 2, del d. lgs. n. 39/2010 secondo cui, nelle società quotate, il ruolo di Comitato per il controllo interno e la revisione contabile (audit committee), previsto dalla direttiva europea 2006/43/CE, con le relative</p>

	<p>competenze spetta al Comitato per il controllo e la gestione;</p> <p>eliminare l'art. 149, comma 4-ter TUF che attribuisce al Comitato funzioni che attengono ad aree prossime alle funzioni di controllo del collegio sindacale (in particolare la vigilanza sulla concreta attuazione delle regole di governo societario promosse dai codici di autodisciplina così come sull'adeguatezza delle disposizioni impartite sulle controllate);</p> <p>integrare l'art. 2409-ocietsdecies, comma 5, c.c. inserendo il divieto di attribuire al Comitato compiti generali di vigilanza sul rispetto della legge. Si dovrebbe mantenere la possibilità di introdurre statutariamente competenze sul rispetto della legge solo per quelle società appartenenti a settori speciali soggetti a vigilanza prudenziale;</p> <p>modificare l'art. 148, comma 4-ter, TUF prevedendo che: i) il Comitato si compone di membri senza incarichi esecutivi; ii) almeno un membro è competente in materia di contabilità e revisione; iii) i membri nel loro complesso sono competenti nel settore in cui opera la società; iv) la maggioranza dei membri è indipendente;</p> <p>prevedere che, nelle società quotate, la nomina del Comitato spetta sempre al consiglio di amministrazione. Si dovrebbe mantenere la possibilità di introdurre statutariamente la nomina assembleare solo per quelle società appartenenti a settori speciali soggetti a vigilanza prudenziale.</p>
<p>Sistema dualistico</p>	<p><u>Disposizioni Codice civile e TUF Sistema dualistico</u></p> <p>abrogare l'art. 1, comma 6 quater del TUF;</p> <p>riscrivere in modo autosufficiente e organico le disposizioni del Codice civile e del TUF che regolano il sistema dualistico (artt. da 2409-novies- a 2409-quaterdecies c.c. e artt. 1, commi 6-ter e 6-quater, 147-ter, comma 4, 148, commi 4 e 4- bis, 149, comma 4-bis, 150, comma 5, 151-bis, 154 del TUF) secondo le seguenti linee di indirizzo:</p> <p>attribuire al consiglio di sorveglianza il compito di: i) valutare il generale andamento della gestione sulla base delle informazioni</p>

	<p>fornite dal consiglio di gestione; ii) valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile; iii) autorizzare approvare gli atti gestori che modificano sostanzialmente la situazione patrimoniale, finanziaria o reddituale della società o la sua esposizione a rischi; iv) approvare i piani. Chiarire contestualmente che la competenza sui piani e sulle operazioni strategiche, non può comportare un potere di iniziativa o modifica;</p> <p>prevedere l'obbligo di indicare nello statuto le materie e gli atti di gestione soggetti ad autorizzazione del consiglio di sorveglianza;</p> <p>rivedere e disciplinare in modo autonomo i requisiti di indipendenza dei membri del consiglio di gestione e di quelli del consiglio di sorveglianza. In particolare, dovrebbe essere abbandonata l'impostazione attuale che, replicando le regole del sistema tradizionale, prevede l'indipendenza dei consiglieri di gestione dalla società gestita e dei consiglieri di sorveglianza dai soci;</p> <p>prevedere nel consiglio di sorveglianza la presenza di un numero adeguato di consiglieri indipendenti, secondo le indicazioni del Codice di Corporate governance;</p> <p>attribuire allo statuto la possibilità di prevedere la nomina nel consiglio di sorveglianza di uno o più rappresentanti dei lavoratori.</p>
<p>Sistema tradizionale</p>	<p><u>Art. 19 Decreto legislativo 2010/39 Attribuzione delle funzioni dell'audit committee</u></p> <p>Modificare l'art. 19, comma 2, del d. lgs. n. 39/2010, prevedendo che il comitato per il controllo interno e la revisione contabile si identifica, nel sistema tradizionale, con un comitato all'interno del consiglio di amministrazione. Nelle PMI, esso può identificarsi anche nel consiglio di amministrazione.</p> <p>Lo statuto può decidere di affidare il ruolo di comitato per il controllo interno e la revisione contabile al collegio sindacale.</p> <p><u>Art. 148, comma 2-bis TUF Nomina del Presidente del collegio sindacale</u></p> <p>Eliminare l'art. 148, comma 2-bis, TUF. Secondo il quale il</p>

	<p>Presidente del collegio sindacale è nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza.</p>
Amministratori indipendenti	<p><u>Artt. 147-ter Elezione e composizione del consiglio di amministrazione</u></p> <p>Modificare l'art. 147-ter, comma 4, e 148, commi 4-bis e 4-ter, TUF, unificando la nozione di amministratore indipendente con un richiamo alla nozione e ai criteri di valutazione del Codice di autodisciplina;</p> <p>modificare l'art. 147-ter, comma 4, TUF, prevedendo la presenza di un numero di amministratori indipendenti adeguato, secondo quanto previsto nel Codice di autodisciplina, nel consiglio di amministrazione del sistema monistico e tradizionale, e nel consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico;</p> <p>prevedere che la perdita del requisito di indipendenza comporti la decadenza dalla carica solo nel caso in cui venga meno il numero minimo di indipendenti previsto dalla legge.</p>
Sistemi di nomina dell'organo di amministrazione	<p><u>Art. 147-ter Elezione e composizione del consiglio di amministrazione</u></p> <p>Mantenere l'attuale quadro regolatorio (contenuto nell'art. 147-ter TUF), quale regola di default, eliminando l'obbligo di riserva per la lista di minoranza;</p> <p>consentire allo statuto di prevedere una diversa disciplina (opt-out) sulle modalità di elezione e i criteri di composizione del consiglio di amministrazione, nel rispetto di alcuni principi generali, secondo quanto previsto dal Codice di autodisciplina. In particolare, le regole statutarie dovrebbero garantire: i) la presenza di almeno adeguato di amministratori indipendenti; ii) l'equilibrio tra generi; iii) la professionalità complessiva del consiglio;</p> <p>mantenere le norme attuali sulla trasparenza delle candidature, sia con riferimento alle tempistiche di pubblicazione, sia sul possesso dei requisiti di indipendenza in capo ai candidati, e quelle sulla quota di genere;</p> <p>garantire una partecipazione consapevole dei soci, assicurando una presentazione anticipata delle candidature, mantenendo il</p>

	<p>termine di 25 giorni per il deposito della lista di candidati e quello dei 21 giorni per la loro pubblicazione (anticipata a 40 giorni nel caso di candidati presentati dal consiglio uscente) e aggiungendo l'obbligo di indicare l'eventuale possesso dei requisiti di indipendenza da parte dei candidati.</p> <p><u>Art.147-ter.1) Lista del consiglio di amministrazione</u></p> <p>Consentire un opt-out statutario dall'obbligo di applicare l'art. 147-ter.1 per le società con una quota di flottante superiore all'80%;</p> <p>chiarire che spetta allo statuto determinare il numero di componenti del consiglio di spettanza delle minoranze.</p>
Periodo di nomina degli amministratori	<p>Inserire una nuova norma nel TUF con cui prevedere che gli amministratori sono designati per il periodo previsto dallo statuto. Tale periodo non può essere superiore a sei anni.</p>
Segnalazioni di irregolarità all'autorità di vigilanza	<p><u>Art. 149 co. 3 TUF Doveri del collegio sindacale</u></p> <p>Abrogare l'articolo 149, comma 3 del TUF che prevede l'obbligo per il collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato per il controllo sulla gestione di comunicare a Consob le irregolarità riscontrate nella gestione.</p>

ASSEMBLEA	
Anticipazione dell'informativa pre assembleare	<p><u>Art. 125-bis Avviso di convocazione</u></p> <p>Modificare l'art. 125-bis sull'avviso di convocazione per prevedere espressamente che l'ordine del giorno sia formulato in modo analitico per consentire agli azionisti di votare attraverso il conferimento di deleghe al rappresentante designato su ciascuna delle materie su cui è richiesta una decisione assembleare.</p> <p><u>Art. 125-ter Relazioni sulle materie all'ordine del giorno</u></p> <p>Modificare l'art. 125-ter sulle relazioni degli amministratori, per prevedere che nelle relazioni degli amministratori siano indicate, per quanto possibile, le proposte su ciascuno dei punti all'ordine del giorno anche nelle materie in cui, tipicamente, le proposte vengono presentate direttamente in assemblea; ciò sempre al fine di consentire la conoscibilità ex ante di tutte le proposte di delibera e consentire il voto per il tramite del rappresentante designato.</p>
Diritti dei soci	<p><u>Art. 126-bis Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea e presentazione di nuove proposte di delibera</u></p> <p>Modificare l'art. 126-bis per consentire al socio individuale di presentare proposte di delibera esclusivamente prima dell'assemblea, generalizzando la soluzione oggi prevista dall'art. 135-undecies.1 solo nel caso di rappresentante designato in via esclusiva.</p> <p><u>Art. 127-ter Diritto di porre domande prima dell'assemblea</u></p> <p>Modificare l'art. 127-ter per consentire la presentazione delle domande solo prima dell'assemblea, generalizzando la soluzione oggi prevista dall'art. 135-undecies.1 solo nel caso di rappresentante designato in via esclusiva.</p>
Svolgimento dell'assemblea e esercizio del diritto di voto	<p><u>Art. 2370 Codice civile Diritto di intervento e voto in assemblea /Art. 127 TUF Voto per corrispondenza o in via elettronica</u></p> <p>Mantenere la possibilità di prevedere nello statuto (opt-in) il ricorso del rappresentante designato in via esclusiva, come attualmente</p>

	<p>previsto dall'art. 135-undecies.1;</p> <p>consentire di prevedere nello statuto (opt-in) l'espressione del voto anticipato per iscritto, in via elettronica o per corrispondenza, anche in via esclusiva, modificando l'art. 2370 c.c.</p>
Assemblea virtuale e ibrida	<p><u>Nuova disposizione</u></p> <p>Introdurre la facoltà - con meccanismo di opt-in - di tenere le assemblee dei soci e le riunioni degli altri organi sociali in modalità esclusivamente virtuale, consentendo la partecipazione in via esclusiva mediante mezzi di telecomunicazione, nel rispetto del principio di collegialità, buona fede e parità di trattamento (c.d. assemblea virtuale);</p> <p>disciplinare le conseguenze sul regime di validità della deliberazione assunta e il regime di responsabilità dell'organo amministrativo, in caso di irregolarità del procedimento di identificazione e legittimazione dei partecipanti e difetto iniziale o interruzione del collegamento in caso di partecipazione e voto con mezzi di telecomunicazione;</p> <p>mantenere in capo all'organo amministrativo il compito di individuare discrezionalmente gli strumenti organizzativi e i mezzi tecnici necessari alla tenuta dell'assemblea virtuale e all'espressione del voto, nel rispetto del principio di adeguatezza e proporzionalità.</p>
Diritto di recesso	<p><u>Art. 2437 Codice civile Diritto di Recesso</u></p> <p>Riformulare l'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. prevedendo che il recesso riguardi le modifiche statutarie riguardanti i diritti di partecipazione agli utili e i diritti di voto diversi da quelli relativi ai quorum assembleari;</p> <p>stabilire che, per le società quotate, non valgono le cause di recesso relative alle modifiche dell'oggetto sociale e ai diritti di partecipazione e agli utili (di cui rispettivamente all'art. 2437, lett. a) e g), c.c.);</p> <p>prevedere che il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato sulla base l'utilizzo combinato del criterio del fair value, con la media dei prezzi di chiusura nei tre</p>

	mesi antecedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea o del verificarsi del diverso atto o fatto che legittima il recesso, modificando l'art. 2437-ter.
--	--

INFORMAZIONE FINANZIARIA	
Dirigente preposto e attestazioni interne sui documenti contabili	<u>Art. 154-bis Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari</u> Abrogare il comma 2 dell'art. 154-bis; aggiungere al comma 5 dell'art. 154-bis la previsione per cui nelle PMI l'attestazione spetta ai soli organi amministrativi delegati.
Informazioni finanziarie periodiche aggiuntive	<u>Art. 154-ter Relazioni finanziarie</u> Abrogare il comma 5 dell'articolo 154-ter che attribuisce alla Consob la facoltà di disporre l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive.

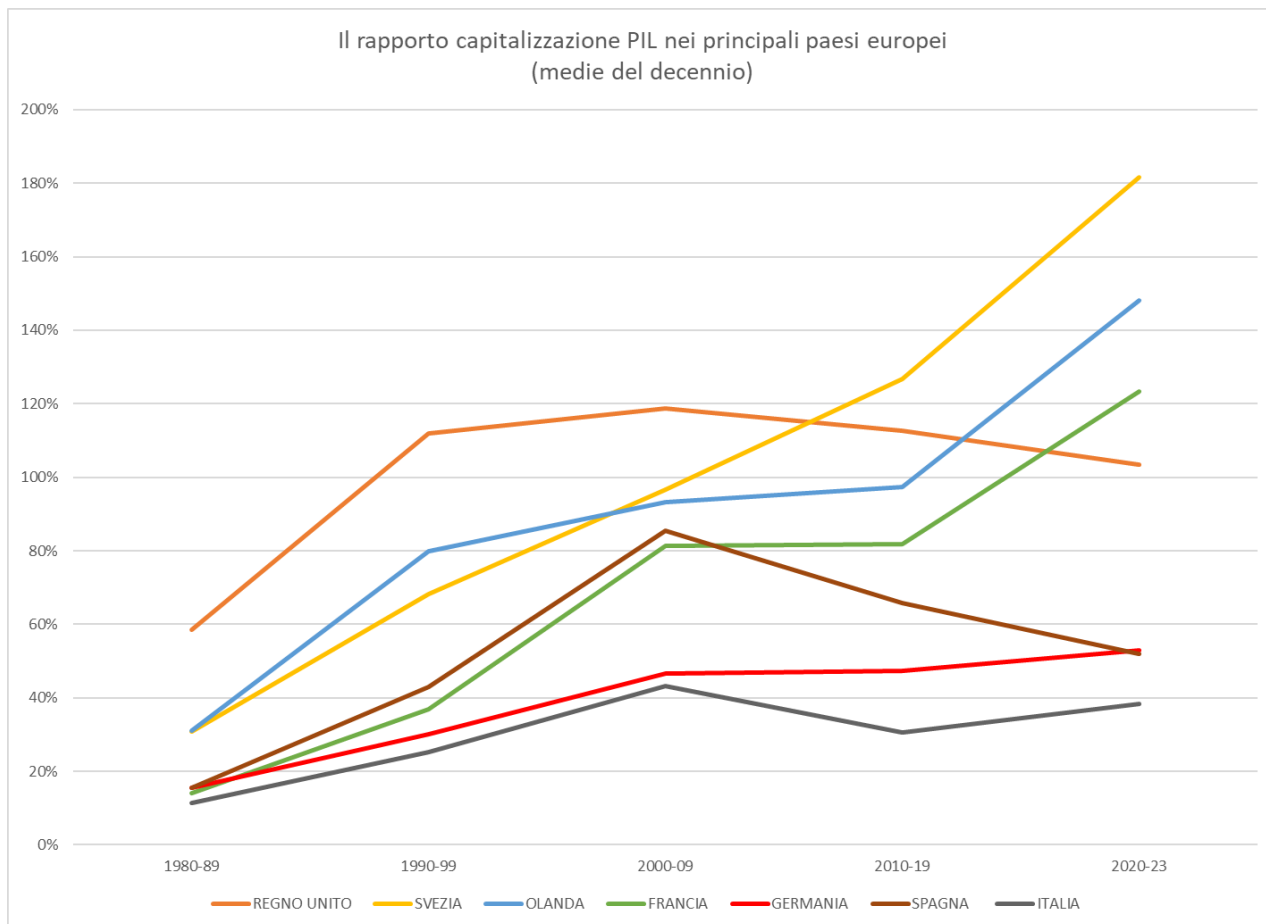
ALTRE SEMPLIFICAZIONI PER L'ACCESSO AL MERCATO	
Concorrenza tra mercati regolamentati e mercati Growth	<p><u>Trasferimento da GM a MR</u></p> <p>Prevedere una delega alla Consob per la determinazione di automatismi o semplificazioni nei procedimenti amministrativi di approvazione dei prospetti di trasferimenti da MG a MR.</p> <p><u>Trasferimento da MR a GM</u></p> <p>Estendere le disposizioni di cui all'art. 133 TUF, che consentono l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni sul MR e ammissione su un altro MR italiano o europeo a condizione della deliberazione dell'assemblea straordinaria, anche al caso di trasferimento dal MR al GM;</p> <p>escludere il diritto di recesso, ex art. 2437-quinquies c.c., in caso di trasferimento da MR a GM.</p>
Altre proposte	<p><u>Art. 30, comma 2 Autocollocamento</u></p> <p>Estendere l'esenzione anche alle operazioni effettuate in sede di IPO, previa definizione di misure di salvaguardia, prevedendo come importo minimo della sottoscrizione (100.000 euro) e stabilendo che i soggetti abilitati ad effettuare l'auto-collocamento siano quelli che hanno un legame organico con l'emittente.</p> <p><u>Art. 66-bis Condizioni per la quotazione di determinate società</u></p> <p>Abrogare la disposizione contenuta all'art. 66-bis, comma 2, lett. b), TUF sulle condizioni di quotazione delle società quotate sottoposte a direzione e coordinamento.</p> <p><u>Art. 64 quater Approvazione del regolamento del mercato regolamentato</u></p> <p>Abrogare la disposizione contenuta all'art. 64-quater, comma 6, TUF sull'approvazione delle modificazioni del regolamento del mercato regolamentato da parte della Consob.</p>

DISCIPLINA DEL BILANCIO	
Esonero dalla redazione del bilancio consolidato	<p><u>Esercizio opzione direttiva 2013/34/UE</u></p> <p>Esercitare l'opzione prevista dalla direttiva 2013/34/UE consentendo di esentare dall'obbligo di redigere il bilancio consolidato anche le imprese madri che siano imprese figlie di società madri extra-europee se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti (così come previste dalla direttiva):</p> <p>i) l'impresa esentata e tutte le sue imprese figlie sono consolidate nel bilancio di un insieme più grande di imprese;</p> <p>ii) il bilancio consolidato e la relazione sulla gestione sono redatti: i) conformemente alla direttiva 2013/34 oppure; ii) conformemente ai principi contabili internazionali adottati ai sensi del regolamento (CE) n. 1606/2002 oppure; iii) in modo equivalente ai bilanci consolidati e alle relazioni sulla gestione consolidate redatti conformemente alla direttiva 2013/34 oppure iv) in modo equivalente ai principi contabili internazionali secondo il meccanismo previsto dal Regolamento CE n. 1569/2007;</p> <p>iii) il bilancio consolidato è stato sottoposto a revisione legale</p>
La distribuzione della riserva da <i>equity method</i>	<p><u>Art. 2426, n 4 Codice civile Criteri di valutazione</u></p> <p>Rendere distribuibile la riserva da <i>equity method</i> se sussista il controllo nella società partecipata e nei limiti in cui il bilancio della partecipata evidenzia utili distribuibili.</p>
Bilancio in valuta funzionale	<p><u>Art. 2423, co. 6 Codice civile Redazione del bilancio</u></p> <p>Introdurre la facoltà di utilizzare una valuta di redazione e presentazione del bilancio diversa dall'euro, ove coincidente con la valuta funzionale della società e ciò, quantomeno, per le imprese che abbiano emesso titoli nel mercato regolamentato.</p>

ENFORCEMENT	
Sanzioni	<p><u>Parte V TUF Sanzioni</u></p> <p>Rideterminare le fattispecie di illecito previste per gli emittenti che non sono coerenti con i principi di tassatività e determinatezza, riscrivendo in modo autonomo e senza rinvii ad altre disposizioni nazionali primarie, secondarie, o europee le condotte in tema di: offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari e ammissione alla negoziazione di titoli (art. 191 TUF); informazioni sul governo societario, politica di remunerazione e compensi corrisposti (art. 192 bis TUF); operazioni con parti correlate (192 quinquies TUF); informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale (193 TUF);</p> <p>riscrivere la disciplina degli abusi di mercato differenziando le fattispecie penali da quelle amministrative, attraverso l'introduzione di specifici criteri di natura oggettiva e soggettiva;</p> <p>eliminare l'applicazione automatica delle sanzioni accessorie interdittive per gli illeciti amministrativi di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato (art. 187 quater TUF);</p> <p>rivalutare i limiti edittali di tutte le fattispecie previste per gli emittenti reintroducendo criteri di proporzionalità rispetto alle condotte criminose e definire in modo chiaro e preciso i criteri per la determinazione dell'ammontare delle sanzioni previsti dall'articolo 194 bis del TUF ;</p> <p>introdurre un principio di rilevanza della violazione ai fini dell'applicazione della sanzione, sulla base di criteri predeterminati e definiti dalla Consob;</p> <p>estendere l'applicazione di misure di amministrazione attiva (ordine di porre termine alla violazione e dichiarazione pubblica) in luogo della sanzione pecuniaria, ad altre fattispecie rispetto a quelle previste dagli artt. 194 quater e septies TUF;</p> <p>introdurre gli strumenti delle "warning letter" e del "settlement".</p>

Arbitrato	<p><u>Art. 196-ter TUF</u></p> <p>Modificare l'art. 196-ter TUF relativo all'istituto degli "impegni", al fine di consentirne la presentazione anche nella fase che precede la notifica della lettera di contestazione degli addebiti. Contestualmente intervenire sulla struttura del procedimento sanzionatorio previsto dal Regolamento Consob al fine di estendere i principi del contraddittorio anche nella fase della preistruttoria.</p> <p><u>Art. 838-bis Codice di procedura civile Oggetto ed effetti di clausole compromissorie statutarie</u></p> <p>Eliminare il divieto di arbitrato societario per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio attualmente previsto dall'art. 838-bis c.p.c.;</p> <p>eliminare il quorum speciale previsto dall'art. 838-bis cpc per l'introduzione, la modifica e la soppressione della clausola di arbitrato statutario, pari ai 2/3 del capitale sociale, per allinearli alla disciplina generale sui quorum delle assemblee straordinarie previsti dagli artt. 2368 e 2369 c.c.;</p> <p>eliminare il diritto di recesso previsto per l'introduzione, la modifica e la soppressione della clausola di arbitrato statutario dall'art. 838-bis c.p.c.</p> <p><u>Nuove disposizioni</u></p> <p>Introdurre alcune disposizioni speciali in materia di arbitrato societario delle società quotate prevedendo almeno che:</p> <ul style="list-style-type: none"> i) si tratti di arbitrato amministrato da un'istituzione arbitrale con regolamento precostituito; ii) la decisione degli arbitri sia presa secondo diritto; iii) il lodo sia impugnabile per la violazione delle regole di diritto relative al merito della controversia.
------------------	---

B) GRAFICI



ASSONIME - Riproduzione riservata



